

Quadro generale degli sviluppi: interventi senza precedenti per contrastare la crisi finanziaria mondiale

Le preoccupazioni per la stabilità finanziaria sono ancora una volta tornate alla ribalta nel periodo tra fine agosto e fine novembre quando, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers a metà settembre, i mercati finanziari mondiali si sono praticamente bloccati, inaugurando una nuova e più acuta fase della crisi. Allorché i fondi del mercato monetario e altri investitori si sono trovati costretti a stralciare dai propri portafogli gli investimenti collegati alla banca d'affari statunitense, i timori per il rischio di controparte si sono intensificati e le richieste di riscatto dai fondi di investimento hanno raggiunto proporzioni ingenti.

L'ondata di vendite che ne è risultata ha risparmiato soltanto le attività più sicure, pregiudicando il funzionamento di parti essenziali del sistema finanziario internazionale. Di fronte al congelamento di fatto dei mercati creditizi e monetari e al crollo dei corsi azionari, le banche e le altre società finanziarie hanno visto deteriorarsi il loro accesso alle fonti di finanziamento e restringersi la loro base patrimoniale per l'accumulo di perdite da svalutazione. Gli spread creditizi sono saliti a livelli record, le quotazioni azionarie sono precipitate e la volatilità ha subito un'impennata in tutti i mercati, segnalando una situazione di estrema tensione finanziaria. I timori di recessione e gli investimenti rifugio hanno prevalso in misura crescente sull'impatto del previsto aumento dei disavanzi pubblici, facendo diminuire i rendimenti dei titoli di Stato. Al tempo stesso si è accentuata l'inclinazione positiva delle curve dei rendimenti, di riflesso ai ripetuti aggiustamenti al ribasso dei tassi ufficiali.

La forte avversione al rischio e le pressioni che ne sono scaturite nei paesi industrializzati si sono propagate anche ai mercati finanziari delle economie emergenti, dove le attività hanno subito perdite di valore generalizzate. Di fronte al crollo di fiducia nella capacità di sopravvivenza di parti importanti del sistema bancario internazionale, le autorità di vari paesi hanno intrapreso una serie senza precedenti di iniziative volte ad arrestare il collasso dei prezzi delle attività e a contenere i rischi sistemici.

L'evoluzione dei mercati nel periodo in rassegna ha attraversato quattro fasi abbastanza distinte. La prima, culminata con il fallimento di Lehman Brothers a metà settembre, è stata marcata dall'acquisizione da parte delle autorità statunitensi delle due principali agenzie federali di credito immobiliare. Le implicazioni immediate del dissesto della banca d'affari, e la crisi generalizzata di fiducia che ne è conseguita, si sono avvertite nella seconda

fase. La terza fase, iniziata verso la fine di settembre, si è caratterizzata per un'azione ufficiale a ritmi serrati e di portata sempre più vasta man mano che, in risposta alla crisi, gli interventi di sostegno individuali hanno fatto posto a un approccio più internazionale e sistemico. Nella quarta fase, iniziata a metà ottobre, l'andamento dei prezzi delle attività è stato influenzato in misura sempre più preponderante dalle paure di recessione, mentre i mercati hanno continuato a dibattersi nell'incertezza associata alle numerose nuove iniziative annunciate sul piano delle politiche.

Fannie Mae e Freddie Mac sotto controllo pubblico

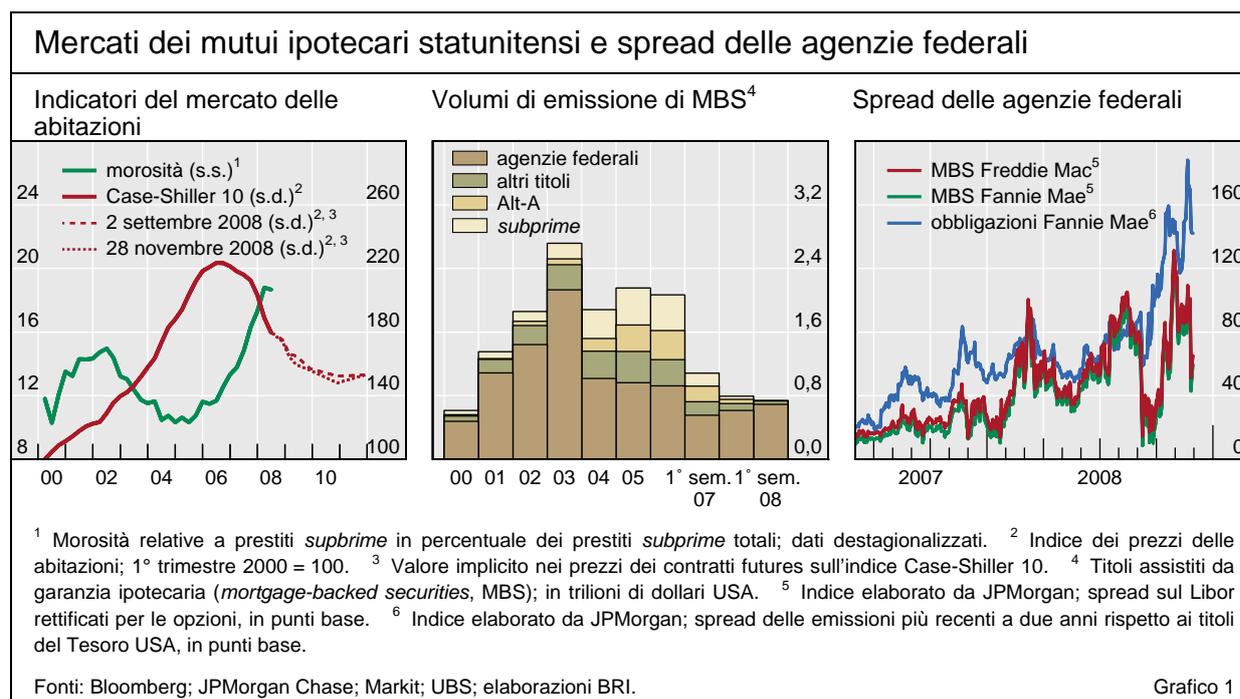
L'inizio di settembre ha visto crescere nei mercati finanziari le aspettative di un deterioramento congiunturale diffuso. I prezzi delle attività finanziarie avevano già iniziato a subire spinte al ribasso in estate, quando i mercati avevano cominciato a scontare la prospettiva di un indebolimento degli utili, di un aumento delle insolvenze e di conseguenti perdite per il settore finanziario. Le attese che l'agognata stabilizzazione dei prezzi delle abitazioni sarebbe tardata e la constatazione che l'attività di cartolarizzazione si trovava depressa dalle pesanti perdite connesse ai mutui *subprime* (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale) hanno accresciuto le aspettative di perdita per Fannie Mae e Freddie Mac, le due agenzie statunitensi di emanazione governativa per il credito immobiliare.

Nell'intento di sostenere il mercato nazionale degli immobili residenziali, che per l'erogazione di nuovi mutui ipotecari si trovava ormai a dipendere quasi completamente dall'attività di cartolarizzazione delle agenzie federali, domenica 7 settembre il governo statunitense ha preso formalmente il controllo delle due agenzie (cfr. la tabella 1 per una cronologia degli eventi). L'intervento,

Il protratto deterioramento dei mercati delle abitazioni ...

... mette in difficoltà Fannie Mae e Freddie Mac ...

... che vengono poste sotto il controllo delle autorità



Cronologia dei principali eventi del periodo

7 settembre	Le due agenzie di credito ipotecario USA Fannie Mae e Freddie Mac sono poste in amministrazione controllata.
15 settembre	Lehman Brothers Holdings Inc. richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del capitolo 11.
16 settembre	Reserve Primary Fund, un fondo del mercato monetario USA con attività per oltre \$50 miliardi, vede il valore della quota parte scendere sotto l'unità e viene investito da un'ondata di richieste di rimborso, che producono effetti di contagio nei mercati monetari e creditizi a breve termine; il governo USA interviene a sostegno della compagnia di assicurazione AIG.
18 settembre	La banca britannica HBOS annuncia la fusione con la concorrente Lloyds TSB; nuova tornata di misure coordinate delle banche centrali per fronteggiare la stretta dei finanziamenti in dollari tramite il potenziamento o la creazione di linee di swap per \$160 miliardi; le autorità britanniche proibiscono la vendita allo scoperto di azioni finanziarie.
19 settembre	Il Tesoro USA annuncia garanzie temporanee per gli investitori in fondi del mercato monetario; la SEC annuncia il divieto di vendita allo scoperto di azioni finanziarie; emergono i primi dettagli di un piano da \$700 miliardi del Tesoro USA per rimuovere le attività in sofferenza dai bilanci bancari (Troubled Asset Relief Program, TARP).
29 settembre	La società di credito ipotecario britannica Bradford & Bingley è nazionalizzata; il gruppo bancario-assicurativo Fortis riceve un'iniezione di capitali per \$16 (€11,2) miliardi; la società di credito ipotecario commerciale tedesca Hypo Real Estate ottiene con l'assistenza del governo una linea di credito successivamente innalzata a \$70 (€50) miliardi; la banca statunitense Wachovia, in difficoltà, viene rilevata; la bozza del piano TARP viene bocciata dalla Camera dei Rappresentanti USA.
30 settembre	Il gruppo finanziario Dexia riceve un'iniezione di capitali di \$9 (€6,4) miliardi; il governo irlandese annuncia l'estensione di una garanzia a tutela di tutti i depositi, i <i>covered bond</i> e il debito senior e subordinato di sei banche del paese; nelle settimane seguenti altri governi ne seguono l'esempio, mediante iniziative analoghe o tramite l'ampliamento degli schemi di garanzia esistenti.
3 ottobre	Il Congresso USA approva la versione riveduta del piano TARP.
7 ottobre	La Federal Reserve annuncia la creazione di un nuovo schema, la Commercial Paper Funding Facility, per l'acquisto di <i>commercial paper</i> garantita e non garantita a tre mesi.
8 ottobre	Le principali banche centrali intraprendono una serie coordinata di tagli dei tassi di riferimento; le autorità britanniche annunciano un pacchetto di sostegno globale, che prevede iniezioni di capitali per le banche con sede nel Regno Unito e garanzie per il debito bancario senior non garantito a breve termine di nuova emissione.
13 ottobre	Le principali banche centrali annunciano congiuntamente una serie di misure per migliorare la liquidità nei mercati dei finanziamenti in dollari USA a breve termine, con l'appoggio di linee illimitate di swap in dollari tra la Federal Reserve e altre banche centrali; i governi dell'area dell'euro promettono ricapitalizzazioni bancarie a livello di sistema e garanzie per il debito bancario di nuova emissione.
14 ottobre	Il governo USA annuncia che destinerà alla ricapitalizzazione delle banche fino a \$250 miliardi dei fondi stanziati per il piano TARP; nove grandi banche USA accettano interventi di ricapitalizzazione pubblici.
21 ottobre	La Federal Reserve annuncia la creazione della Money Market Investor Funding Facility, uno schema per finanziare l'acquisto di debito a breve termine dai fondi del mercato monetario.
28 ottobre	L'Ungheria riceve un pacchetto di sostegno da \$25 miliardi allestito dall'FMI e da altre organizzazioni multilaterali allo scopo di contrastare i crescenti deflussi di capitali e le connesse pressioni sul cambio.
29 ottobre	Al fine di arginare la diffusione delle difficoltà di reperimento di finanziamenti in dollari, la Federal Reserve istituisce linee di swap in dollari con le autorità monetarie di Brasile, Corea, Messico e Singapore.
12 novembre	Il Tesoro USA annuncia che i fondi TARP precedentemente stanziati per l'acquisto di attività in sofferenza saranno destinati a sostenere il credito al consumo.
23 novembre	Il governo USA concede protezione a fronte di \$306 miliardi di prestiti e titoli figuranti nei bilanci di Citigroup e fornisce alla banca liquidità per \$20 miliardi in cambio di azioni privilegiate per \$27 miliardi.
25 novembre	La Federal Reserve annuncia la creazione di un piano di \$200 miliardi per l'erogazione di finanziamenti a fronte della cartolarizzazione di prestiti al consumo e prestiti alle piccole imprese; nell'ambito di un altro programma, fino a \$500 miliardi saranno destinati all'acquisto di obbligazioni e MBS emessi da Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks.

Fonti: Bank of England; Federal Reserve Board; Bloomberg; *Financial Times*; *The Wall Street Journal*.

Tabella 1

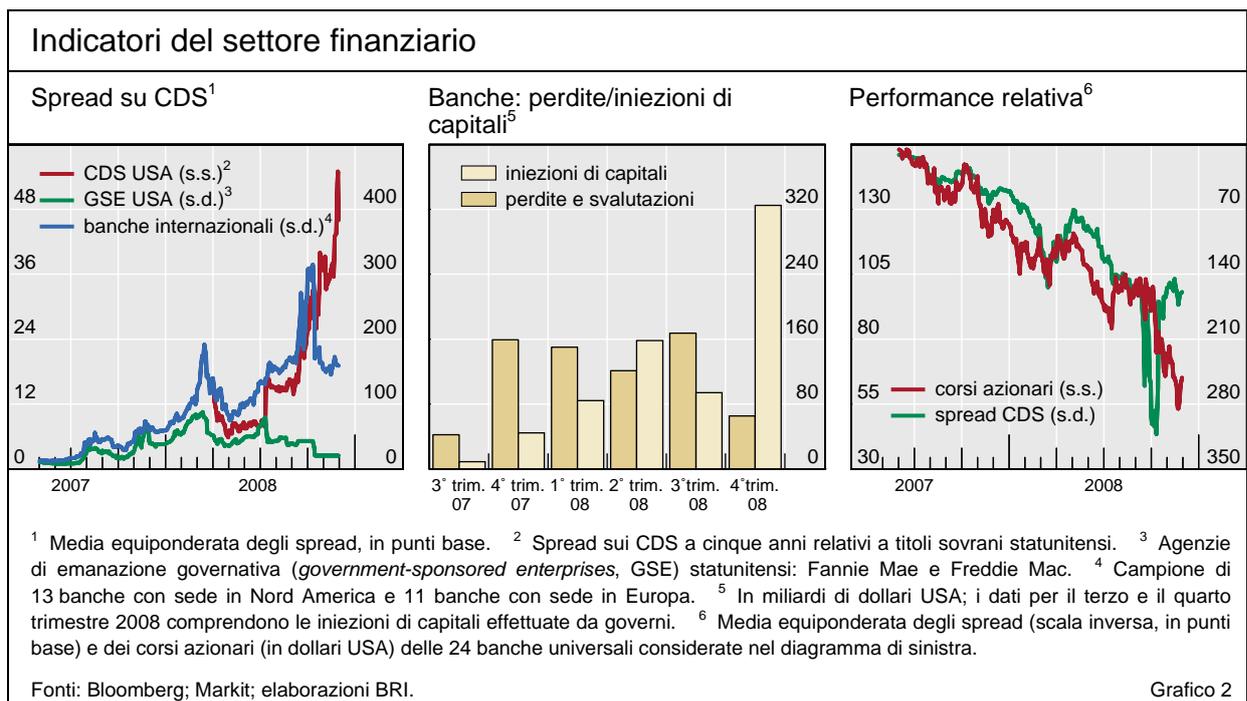
che era stato ampiamente anticipato, ha sostanzialmente reso esplicite le garanzie già fornite implicitamente dal governo, sollevando da gran parte dei rischi di credito i detentori del debito sia senior sia subordinato emesso dalle agenzie. Gli spread sui titoli assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) e sugli altri strumenti debitori delle agenzie si sono di conseguenza ridotti (grafico 1, diagramma di destra), mentre il valore residuo delle partecipazioni azionarie è di fatto evaporato per effetto della quota di azioni privilegiate acquisita dal governo, causando perdite per le banche regionali statunitensi e gli altri azionisti delle agenzie.

Il sollievo fornito da queste misure si è tuttavia rivelato limitato e le aspettative di ulteriori svalutazioni e perdite hanno continuato a gravare su altre parti del settore finanziario. Di fronte all'offuscarsi delle prospettive macroeconomiche, le perdite effettivamente annunciate a livello internazionale in connessione con la crisi creditizia, che erano già balzate a un totale di circa \$510 miliardi a fine agosto, hanno continuato a crescere (grafico 2, diagramma centrale). Allorché le vicende delle due agenzie di credito immobiliare USA sono passate in secondo piano, le quotazioni azionarie e gli spread creditizi delle società finanziarie si sono nuovamente trovati sotto pressione. La debolezza dei rispettivi mercati, a sua volta, ha esacerbato le difficoltà incontrate dalle società in questione nel ricostituire la loro base patrimoniale e soddisfare le esigenze di finanziamento correnti (grafico 2, diagrammi di sinistra e di destra). Le tensioni si sono aggravate soprattutto per gli operatori soliti finanziarsi principalmente nei mercati all'ingrosso e notoriamente esposti alle attività dissestate, fra cui le principali banche di investimento indipendenti.

Lehman Brothers, in particolare, si è trovata a dover far fronte a pressioni crescenti. Allorché il 9 settembre un investitore asiatico di rilievo ha abbandonato le trattative in corso per fornire alla banca la tanto attesa iniezione di capitali, le quotazioni del titolo della società, già depresse, sono state spinte

Il salvataggio fornisce un sollievo solo temporaneo ...

... e Lehman Brothers si ritrova in una situazione particolarmente critica



ulteriormente al ribasso. Proprio l'indomani venivano pubblicati risultati deludenti per il terzo trimestre 2008. Il concomitante annuncio di un progetto di scorporo di importanti linee operative finalizzato a raccogliere fondi non è bastato a impedire che la fiducia nella capacità del management di Lehman Brothers di procurarsi i finanziamenti necessari svanisse rapidamente. A sua volta, ciò ha dato adito a speculazioni sulla possibilità che il fine settimana successivo le autorità si sarebbero attivate per ricercare una soluzione.

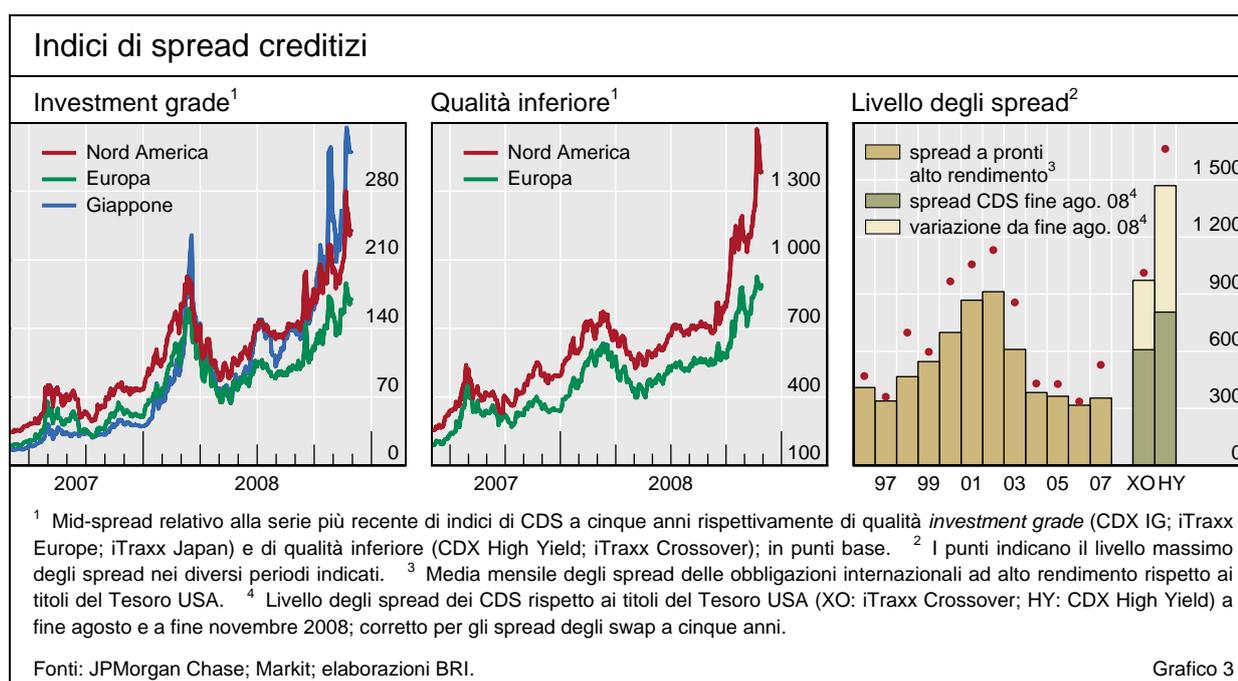
Il fallimento di Lehman Brothers innesca una crisi di fiducia

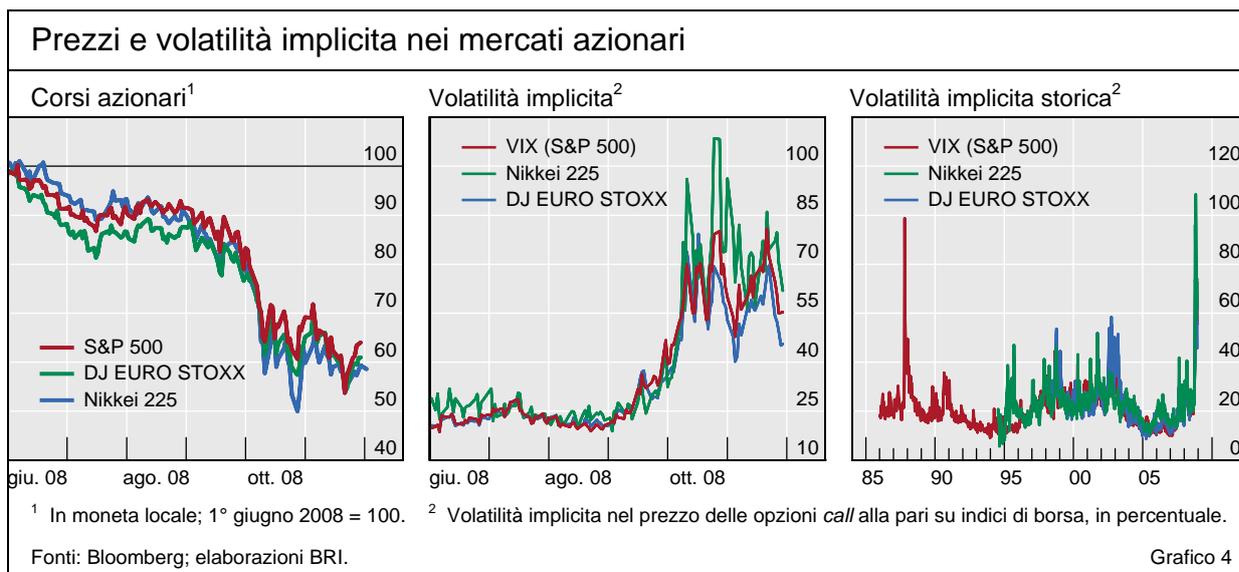
Nel contesto di tensione creato dai dubbi sulla sopravvivenza di Lehman Brothers, i mercati finanziari sono entrati in una fase completamente nuova, nella quale l'attenzione si è spostata sulla capacità delle principali istituzioni finanziarie di mantenersi solvibili di fronte all'accumularsi delle perdite. La miccia che ha fatto esplodere questa fase più acuta della crisi del credito è stata accesa il lunedì 15 settembre, quando, dopo i tentativi infruttuosi delle autorità statunitensi di facilitare un'acquisizione da parte di un'altra istituzione finanziaria durante il fine settimana, Lehman Brothers Holdings Inc. ha dichiarato bancarotta, marcando uno degli episodi più clamorosi nella storia della finanza.

Le turbolenze nei mercati finanziari si sono intensificate, propagandosi rapidamente dai mercati creditizi e monetari al sistema finanziario internazionale nel suo complesso (cfr. il riquadro 1 per maggiori dettagli sul fallimento di Lehman Brothers e alcune delle sue implicazioni). Di fronte al maggiore rischio di controparte percepito dal mercato, l'indice di riferimento statunitense dei *credit default swap* (CDS) di qualità elevata ha segnato un balzo di 42 punti base nella sola giornata del 15 settembre, mentre gli spread nel comparto dell'alto rendimento sono saliti di ben 118 punti base. Aumenti

Il fallimento di
Lehman Brothers ...

... fa crescere i
rischi di credito di
controparte ...





paragonabili sono stati registrati dagli spread creditizi negli altri principali mercati (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale), che hanno continuato a muoversi in tandem con quelli statunitensi per tutto il periodo. Gli spread sui CDS ad alto rendimento USA hanno così raggiunto, al loro apice, un massimo storico superiore di circa 500 punti base a quello registrato dai comparabili spread a pronti nel settembre 2002, al culmine dello scoppio della bolla dei titoli telecom (grafico 3, diagramma di destra). Il giorno del fallimento di Lehman Brothers i corsi azionari hanno perso il 4% circa negli Stati Uniti e in Europa, segnando flessioni analoghe in altre parti del mondo (grafico 4, diagramma di sinistra). Anche i rendimenti dei titoli del Tesoro a più lungo termine sono calati (grafico 5, diagramma di destra) e le posizioni di *carry trade* hanno cominciato a essere liquidate man mano che la crisi di fiducia si faceva strada, innescando una nuova “fuga verso la qualità”. La volatilità è aumentata pressoché ovunque (grafici 4 e 5, diagrammi di destra), raggiungendo valori ancora più elevati nelle settimane successive, quando il disimpegno degli investitori si è generalizzato, risparmiando soltanto le attività più sicure.

Le preoccupazioni collegate al dissesto di Lehman Brothers si sono inizialmente focalizzate sul ruolo di intermediario e di importante controparte ricoperto dalla banca nel mercato dei CDS. Nella prima metà del 2008 il numero senza precedenti di contratti CDS estinti aveva ridotto i volumi delle operazioni in essere di un ammontare pari a \$17,4 trilioni di posizioni opposte chiuse (per maggiori dettagli sui volumi di CDS, cfr. la sezione sugli aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale). Domenica 14 settembre, alla vigilia del fallimento di Lehman Brothers, si è tenuta una seduta di contrattazione straordinaria per permettere alle principali controparti nel mercato dei CDS di aggiustare più specificatamente le esposizioni nei confronti della banca d'affari. I timori concernenti tali esposizioni sono tuttavia cresciuti ulteriormente il 15 settembre, allorché, a fine giornata, i rating creditizi di AIG, una grande compagnia di assicurazione statunitense che presentava posizioni considerevoli in CDS, sono stati abbassati da tutte le principali agenzie di valutazione. I declassamenti avrebbero a loro volta innescato una moltitudine di richieste di

... e le tensioni si propagano rapidamente ai vari mercati

I timori si concentrano dapprima sul mercato dei CDS ...

Riquadro 1 – Le implicazioni di mercato del fallimento di Lehman Brothers

Ingo Fender, Allen Frankel e Jacob Gyntelberg

Il 15 settembre Lehman Brothers Holdings Inc. ha richiesto di essere ammessa alla procedura di amministrazione controllata prevista dal capitolo 11 della legge fallimentare statunitense, dichiarando un debito bancario e obbligazionario consolidato di oltre \$600 miliardi; alcuni giorni dopo la sua controllata statunitense specializzata nell'intermediazione mobiliare veniva rilevata da Barclays. Lehman Brothers è così divenuta la prima importante banca di investimento a fallire dopo il dissesto di Drexel Burnham Lambert nel febbraio 1990. Le sue difficoltà hanno tratto origine dalle massicce perdite e svalutazioni legate all'esposizione ad attività problematiche e dai timori che l'entità delle perdite future avrebbe vanificato le iniziative precedentemente assunte dalla società per rafforzare la propria base patrimoniale (grafico A, diagramma centrale). Il fallimento di Lehman Brothers ha pertanto riportato a galla le perplessità circa l'elevata leva finanziaria dei bilanci delle banche di investimento e la loro conseguente dipendenza dal finanziamento all'ingrosso, già emerse agli inizi del 2008 con il quasi tracollo di Bear Stearns. Di fronte al venire meno della fiducia nella capacità di sopravvivenza di Lehman Brothers (grafico A, diagramma di sinistra), quest'ultima si è così vista negare l'accesso ai mercati all'ingrosso, trovandosi costretta a dichiarare bancarotta[®].

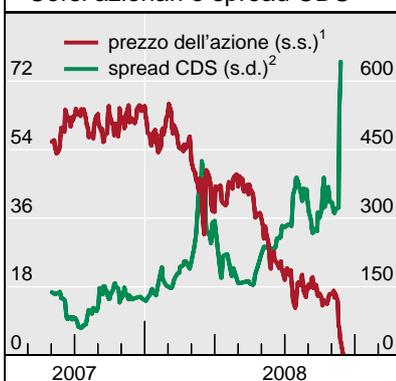
Un evento di questa portata ha ovviamente sollevato numerose questioni, date le dimensioni dell'istituto e la sua posizione centrale di intermediario e controparte in diversi mercati finanziari. Il presente riquadro esamina tre implicazioni specifiche del fallimento di Lehman Brothers, in grado di compromettere la liquidità a livello sistemico: 1) l'impatto sui mercati dei CDS; 2) la liquidazione di fondi del mercato monetario per le perdite incorse sul debito di Lehman Brothers; e 3) le conseguenze del fallimento per i clienti dell'attività di *prime brokerage* della società.

1) Mercati dei CDS

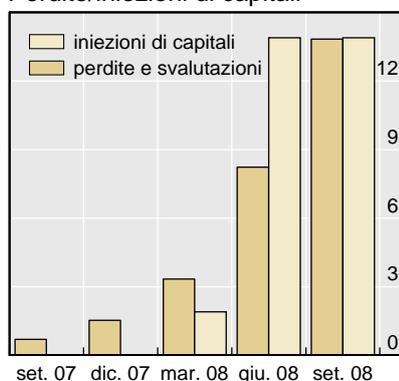
Le potenziali ricadute del tracollo di Lehman Brothers per il mercato dei CDS, che aveva raggiunto \$57,3 trilioni[®], sono uno degli elementi che hanno attratto maggiore attenzione nei giorni immediatamente precedenti e successivi la richiesta di iscrizione alla procedura fallimentare. A destare timore è stato il ruolo centrale rivestito da Lehman Brothers in tale mercato quale importante controparte e debitore sottostante. Si sapeva infatti che il fallimento avrebbe avuto due effetti immediati: quello di far scattare le clausole di insolvenza previste dai CDS riferiti alla società e quello di estinguere i contratti in cui essa figurava in qualità di controparte. Era noto altresì che la compensazione, il regolamento e la sostituzione delle rispettive posizioni avrebbero comportato rischi operativi. Un aspetto ancora più importante, tuttavia, è che al momento del fallimento non erano disponibili informazioni pubbliche affidabili sul volume di CDS riferiti a Lehman Brothers o sugli importi netti necessari per il loro regolamento. Ciò ha generato un clima di elevata incertezza

Lehman Brothers: indicatori selezionati

Corsi azionari e spread CDS



Perdite/iniezioni di capitali³



CDS riferiti a Lehman Brothers³



¹ In dollari USA. ² In punti base. ³ In miliardi di dollari USA.

Fonte: Bloomberg.

Grafico A

in merito alla capacità dei mercati monetari, già duramente provati, di accomodare le esigenze di liquidità che si sarebbero così venute a creare.

Per far fronte a tale situazione e alle connesse incertezze sono state intraprese le seguenti iniziative. In primo luogo, è stata organizzata una seduta speciale di contrattazione domenica 14 settembre, proprio alla vigilia della richiesta di ammissione alla procedura fallimentare, con l'obiettivo di aiutare i principali intermediari in CDS a compensare le posizioni in cui Lehman Brothers fungeva da controparte e a ribilanciare i propri conti tramite la sostituzione di tali posizioni. In secondo luogo, conformemente alle procedure consolidate dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), il 10 ottobre è stata condotta un'asta tra i *dealer* del mercato per determinare il tasso di recupero da utilizzare nel regolamento in contante dei contratti CDS riferiti a Lehman Brothers e, di conseguenza, gli importi netti da scambiare tra le parti[®]. In terzo luogo, la Depository Trust and Clearing Corp. (DTCC) ha reso noto l'importo stimato dei CDS in essere riferiti a Lehman Brothers, pari a \$72 miliardi, e quello dei pagamenti netti necessari al loro regolamento, pari a \$6 miliardi. In definitiva, i pagamenti netti su tali contratti sono risultati pari, il 21 ottobre, a complessivi \$5,2 miliardi (grafico A, diagramma di destra). Sebbene questi volumi relativamente modesti non abbiano prodotto un impatto di rilievo sulle condizioni di liquidità al momento del regolamento, le precedenti incertezze legate a tali esposizioni hanno probabilmente contribuito alla volatilità osservata nei mercati monetari all'indomani del fallimento. Solo l'intervento di salvataggio del governo ha poi impedito che ulteriori tensioni derivassero dal potenziale tracollo della compagnia assicurativa AIG.

2) Fondi del mercato monetario

Un'importante fonte di finanziamento per Lehman Brothers era costituita dall'emissione di *commercial paper* e altre forme di passività a breve scadenza. In virtù del loro elevato merito di credito e dei premi di rendimento offerti rispetto ai titoli di Stato statunitensi, tali titoli erano particolarmente apprezzati dai fondi del mercato monetario. Gli investitori di questi fondi si sentivano inoltre protetti dal rischio di perdite in conto capitale in ragione delle restrizioni regolamentari imposte ai gestori e del fatto che questi ultimi erano riusciti a evitare tali perdite in passato.

In seguito al fallimento di Lehman Brothers, 25 consulenti specializzati in fondi del mercato monetario sono intervenuti per proteggere i propri investitori dalle perdite sul debito della società. Ciò nonostante, il fondo monetario aperto Reserve Primary ha visto il suo valore netto di inventario scendere al disotto di \$1,00 per quota parte. Il fondo ha dovuto pertanto essere liquidato, procedendo alla redistribuzione fra gli investitori dei proventi man mano rivenienti dalla maturazione o dalla vendita delle attività in portafoglio.

La liquidazione di Reserve Primary ha provocato un'ondata di richieste di riscatto per altri fondi statunitensi del mercato monetario, in particolare quelli di prim'ordine investiti in *commercial paper*. Per arrestare la "corsa ai riscatti", il Tesoro USA ha istituito un programma temporaneo di garanzia degli investitori in fondi del mercato monetario, cui hanno fatto seguito i piani di salvataggio allestiti dalla Federal Reserve per l'acquisto definitivo di *commercial paper* e titoli di debito a breve detenuti dai fondi monetari (cfr. il riquadro 2 sulle iniziative recenti dei governi).

3) Attività di prime brokerage

Lehman Brothers era gestita come una società globale, il che comportava in particolare l'accentramento negli Stati Uniti delle sue attività di finanziamento. Ciò nonostante, essa ha presentato richieste separate di ammissione alla procedura fallimentare in vari paesi, oltre che a New York a opera della casa madre. Il coinvolgimento di diverse giurisdizioni ha fatto del tracollo di Lehman Brothers uno dei primi casi di fallimento veramente globali di un'istituzione finanziaria articolata e di grandi dimensioni. La complessità delle operazioni di Lehman Brothers e l'acquisizione della sua controllata statunitense di intermediazione mobiliare immediatamente dopo la dichiarazione di bancarotta hanno sollevato interrogativi circa il ricorso a procedure legali distinte in paesi diversi da parte di una società precedentemente gestita e amministrata in base a linee di prodotto globali. L'attività di *prime brokerage* di Lehman Brothers fornisce un esempio delle problematiche che ne derivano.

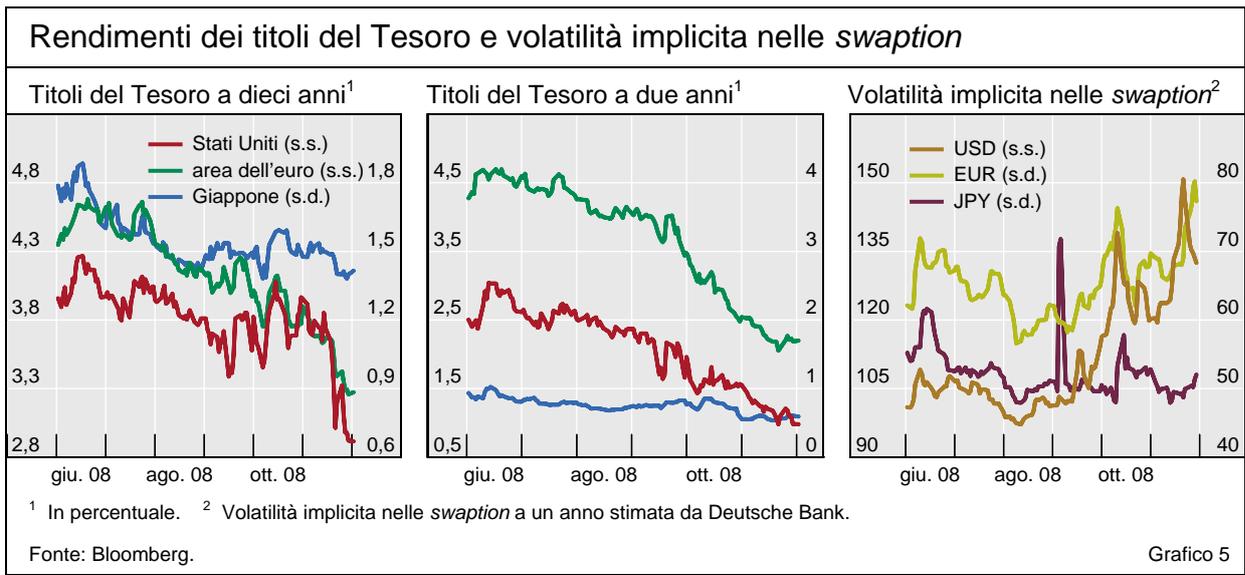
Lehman Brothers forniva servizi di *prime brokerage* a numerosi hedge fund i quali, in questo ambito, collocavano attività di investimento presso le unità di *broker-dealer* di Lehman Brothers in diverse giurisdizioni. Tali attività, costituite in garanzia di operazioni di finanziamento, potevano essere riutilizzate da Lehman Brothers per far fronte ai propri impegni, un processo noto come "re-hypothecation". In seguito all'insolvenza della banca d'affari, molti dei suoi clienti hanno improvvisamente perso l'accesso alle attività costituite in garanzia (e, potenzialmente, parte dei diritti a esse collegate) per tutta la durata del processo di amministrazione straordinaria. Essi sono stati pertanto forzatamente bloccati in posizioni dal valore variabile, la cui accessibilità futura dipenderà dalle varie procedure legali in corso e dagli accordi contrattuali in vigore in molteplici giurisdizioni. Nella misura in cui ciò dovesse comportare una correzione in termini di dimensioni e ubicazione delle operazioni condotte dagli hedge fund con i rispettivi *prime broker*, la riallocazione dei fondi tra le diverse giurisdizioni, unitamente ai tentativi di riduzione delle esposizioni ad alto grado di leva, potrebbero generare massicce vendite di attività e la chiusura di singoli conti di *prime brokerage*. Queste transazioni, a loro volta, potrebbero acuire le pressioni sui mercati dei finanziamenti e del prestito titoli venutesi a creare con il fallimento di Lehman Brothers.

^① Per una descrizione degli effetti prodotti sui mercati finanziari da casi analoghi di "corsa agli sportelli", cfr. C. Borio, "Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options", *BIS Working Paper* n.158, luglio 2004. ^② Le dimensioni del mercato dei CDS sono generalmente misurate in termini di valori nozionali, mentre i valori lordi di mercato (stimati complessivamente al 5,5% delle dimensioni nozionali del mercato a metà 2008) rappresentano un indicatore migliore dei costi di sostituzione dei contratti. ^③ L'asta, prevista dal protocollo dell'ISDA sui CDS di Lehman Brothers, ha fissato il tasso di recupero per le obbligazioni della banca all'8,625%, sulla base delle quotazioni fornite da 14 operatori. Poiché in seguito al fallimento il prezzo a cui venivano trattati tali titoli era andato sempre più calando, il prezzo determinato dall'asta è risultato solo leggermente inferiore a quello vigente appena prima che questa avesse luogo, limitando il *gap risk* derivante dalla procedura d'asta stessa.

garanzie supplementari da parte delle controparti dell'unità di AIG specializzata nei prodotti finanziari, nonché la cessazione anticipata di nuovi contratti. In conseguenza di ciò, durante la giornata del 16 settembre gran parte dei principali indici di CDS è salita al disopra dei massimi toccati in marzo, tornando a calare unicamente di fronte alle speculazioni che la compagnia di assicurazione avrebbe ricevuto una qualche forma di assistenza pubblica. Questa si è effettivamente materializzata più avanti in giornata quando, rifacendosi alla sezione 13(3) del Federal Reserve Act (che, in circostanze inusuali e impellenti, permette alla Federal Reserve di concedere credito a soggetti non bancari), si è deciso di allestire un prestito di \$85 miliardi per evitare il fallimento disordinato di AIG e le sue potenziali ripercussioni su mercati già fragili. Il prestito avrebbe poi fatto oggetto di ristrutturazione e sarebbe stato integrato da facilitazioni supplementari per un totale di \$27,5 miliardi, a fronte dei quali il governo statunitense riceveva una partecipazione del 79,9% nella società.

Una volta calmatesi le preoccupazioni immediate per i mercati dei CDS, è tuttavia emerso che le esposizioni più tradizionali a fronte dei titoli di debito in essere di Lehman Brothers presentavano una criticità ancora maggiore. La natura sistemica di tali esposizioni si è palesata con chiarezza all'indomani della dichiarazione di fallimento, quando Reserve Primary, un importante fondo comune statunitense del mercato monetario, ha stralciato dal bilancio \$785 milioni di *note* a breve e medio termine emesse da Lehman Brothers. Per la prima volta da quattordici anni è così accaduto che il valore della quota parte di un fondo della categoria scendesse al disotto dell'unità (secondo l'espressione inglese, "break the buck"). Ciò ha scatenato negli Stati Uniti la richiesta di un volume senza precedenti di riscatti di quote di fondi comuni

... ma presto
investono i titoli di
debito
tradizionali ...

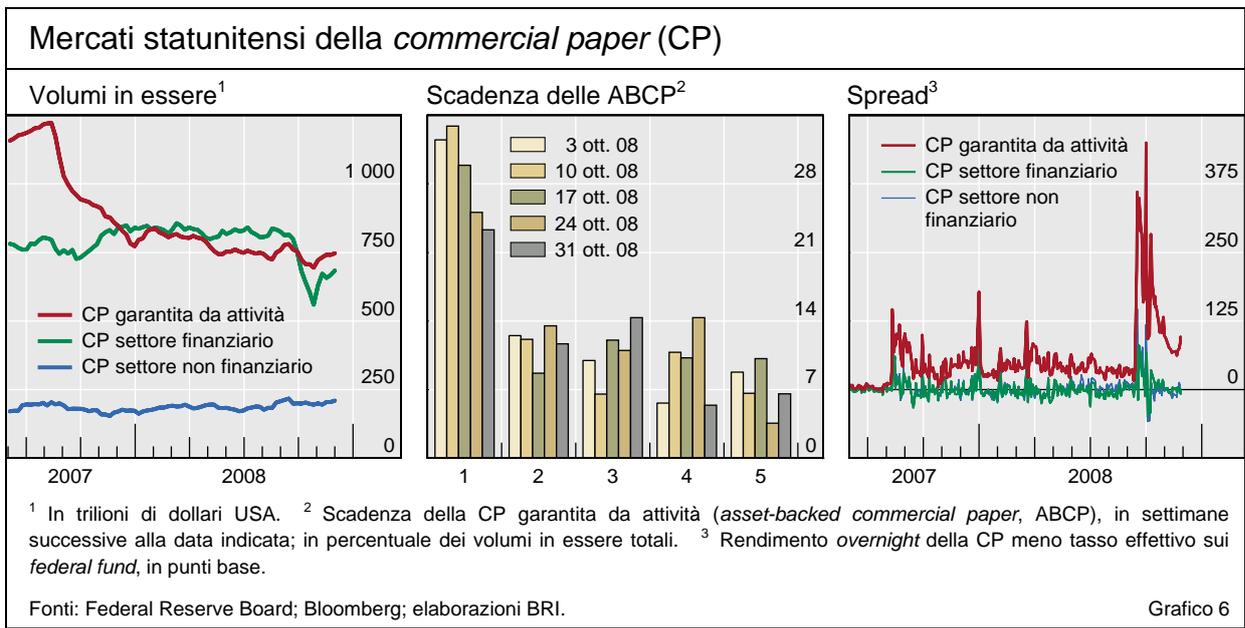


monetari. Soltanto tra il 10 e il 24 settembre gli investitori hanno ritirato da tali fondi \$184 miliardi, costringendo i gestori a liquidare attività in mercati sostanzialmente illiquidi. I mercati monetari e del credito a breve termine si sono congelati.

... contagiando i mercati monetari ...

I mercati della *commercial paper* (CP), all'interno dei quali i fondi del mercato monetario rappresentano tradizionalmente la principale categoria di investitori, sono stati fra i primi a risentire della conseguente ondata di riscatti e riallocazione dei portafogli. Diversamente da quanto accaduto in precedenti episodi di contagio durante lo scoppio della crisi creditizia nell'estate del 2007, sono stati duramente colpiti sia il segmento della CP garantita da attività sia quello della CP non garantita (grafico 6, diagramma di sinistra). Quest'ultimo ha accusato i deflussi maggiori, esacerbando le pressioni che già gravavano sui mercati di finanziamento delle banche. Le scadenze dei prestiti sono state accorciate e i tassi applicati sono schizzati verso l'alto. I volumi delle CP in

... e quelli della *commercial paper*



Riquadro 2 – Operazioni di salvataggio delle banche messe in atto dai governi

Dietrich Domanski e Srichander Ramaswamy

Le iniziative statali volte a rafforzare i bilanci bancari sono passate dalla risoluzione di casi individuali a un approccio più sistemico. Fino a settembre i governi hanno effettuato iniezioni di capitali a favore di singole istituzioni per evitarne il fallimento e agevolare le operazioni di fusione. Questa strategia si fondava essenzialmente sul presupposto che un'importante azione di sostegno sotto forma di fornitura di liquidità da parte delle banche centrali avrebbe prima o poi stimolato le banche a riprendere l'attività di prestito interbancario. Poiché quest'approccio non è riuscito a impedire la rapida erosione del clima di fiducia del mercato, verso la fine di settembre e agli inizi di ottobre i governi di quasi tutte le economie avanzate hanno annunciato iniziative di più ampio respiro volte a stabilizzare i sistemi bancari.

Gli interventi governativi hanno affrontato la crisi di fiducia su due fronti: da un lato, si è voluto assicurare che le banche avessero accesso al finanziamento tramite la fornitura di garanzie statali esplicite sui depositi al dettaglio e altre passività bancarie; dall'altro, è stata ridotta la leva finanziaria delle banche mediante l'acquisto di attività in sofferenza o l'iniezione di capitali (cfr. la tabella).

L'annuncio dei programmi in questione ha dato un segnale forte, abbassando gli spread sui CDS riferiti agli istituti bancari e stabilizzando le condizioni sui mercati di finanziamento. Tuttavia, i programmi stanno subendo modifiche in funzione dell'evoluzione della crisi e in molti casi devono ancora essere definiti in dettaglio. Di conseguenza, l'impatto dei provvedimenti pubblici sulla concorrenza e sugli incentivi del settore finanziario rimane incerto, e resta da vedere se le misure adottate saranno sufficienti per rilanciare l'intermediazione finanziaria all'interno dell'economia nel suo complesso.

Elementi dei programmi annunciati dai governi in settembre e ottobre

Estensione dell'assicurazione dei depositi al dettaglio – La garanzia dei depositi bancari è stata ampiamente utilizzata per assicurare la continuità di accesso alla raccolta tramite depositi. Gli schemi di garanzia adottati variavano notevolmente da un paese all'altro in termini di importo, coprendo in alcuni casi l'insieme dei depositi.

Garanzia delle passività all'ingrosso – Per far fronte al prosciugarsi del mercato dei finanziamenti all'ingrosso numerosi governi hanno annunciato l'estensione di garanzie statali sull'indebitamento all'ingrosso delle banche. Anche in questo caso si sono riscontrate considerevoli differenze fra un paese e l'altro quanto alla gamma di passività coperte e alla struttura delle commissioni, che variavano da somme forfettarie a commissioni rapportate agli spread sui CDS delle banche.

Iniezione di capitali – L'iniezione diretta di capitali ha rappresentato il principale meccanismo utilizzato per sostenere direttamente i bilanci bancari. Ancora una volta, le differenze tra paesi in termini di strumenti e condizioni applicate sono state notevoli. Ad esempio, i dividendi corrisposti sulle azioni privilegiate acquisite dai governi spaziano dal 5 al 12,5%. Inoltre, alcuni paesi hanno imposto restrizioni ai compensi dei dirigenti e/o alla distribuzione di dividendi agli azionisti ordinari.

Acquisto di attività – Sebbene la rimozione delle attività in sofferenza dai bilanci bancari sia prevista da diversi programmi, essa non è stata ancora utilizzata su vasta scala. Uno dei problemi che si pone è quello della determinazione del prezzo di acquisto delle attività da parte del governo. Per fornire un sostegno forte potrebbe essere necessario effettuare l'acquisto a un prezzo prossimo alla pari, un intervento potenzialmente equiparabile nei fatti a una ricapitalizzazione occulta. Inoltre, al fine di esercitare un impatto rilevante e immediato sul clima di fiducia del mercato, la gamma di attività acquistabili potrebbe dover coprire la totalità degli strumenti creditizi dissestati, il che richiederebbe l'allestimento di programmi di vasta portata.

Effetti collaterali degli interventi governativi

Impatto sui mercati creditizi più in generale – Le garanzie statali incidono sul prezzo relativo del credito. L'ampliamento della gamma di passività garantite dal governo può, *ceteris paribus*, accrescere il costo relativo dell'indebitamento tramite strumenti succedanei del debito bancario.

L'incremento degli spread sul debito delle agenzie federali di emanazione governativa agli inizi di ottobre potrebbe ad esempio ricondursi a quest'effetto. Inoltre, la concomitanza di diversi interventi governativi potrebbe rendere più difficoltoso valutare e prezzare il rischio di credito insito nelle passività bancarie di vario tipo. Tramite l'iniezione di capitali i governi assumono in genere posizioni subordinate all'interno della struttura patrimoniale delle banche. Ciò potrebbe essere interpretato alla stregua di una garanzia statale implicita sull'insieme delle passività in essere. Sebbene nel breve periodo i vantaggi in termini di stabilizzazione derivanti dalle garanzie governative dovrebbero superare i costi associati a tali distorsioni di mercato, a medio termine risulta importante disporre di una chiara strategia di uscita per limitare gli effetti avversi sui mercati creditizi.

Problematiche internazionali – Benché i piani di salvataggio siano ispirati a principi comuni, sussistono differenze considerevoli a livello nazionale quanto alla loro impostazione concreta e realizzazione pratica. Le disparità in termini di ambito di applicazione e prezzo degli schemi di garanzia statale per il debito di nuova emissione possono svantaggiare le banche di talune giurisdizioni nei mercati del finanziamento all'ingrosso, poiché i costi di raccolta diventeranno funzione della struttura specifica delle commissioni applicate e della solvibilità del paese garante. Nel caso più estremo, il rischio sovrano potrebbe essere impiegato come *proxy* del rischio di credito del debito bancario. Un'altra problematica riguarda i depositi al dettaglio collocati presso banche di proprietà estera, dal momento che in molti casi non vi è chiarezza sul trattamento che sarebbe riservato ai depositanti esteri nell'eventualità di un fallimento. La scelta degli strumenti e dei termini con cui effettuare iniezioni di capitali può altresì incidere sulle posizioni competitive nei mercati internazionali. Al riguardo, rilevano ad esempio il diverso costo effettivo del capitale fornito dalle autorità pubbliche, nonché i termini delle immissioni di capitale, e le relative condizioni, che possono influenzare l'accesso al capitale di *private equity*.

Elementi dei piani di salvataggio bancario nelle economie sviluppate¹

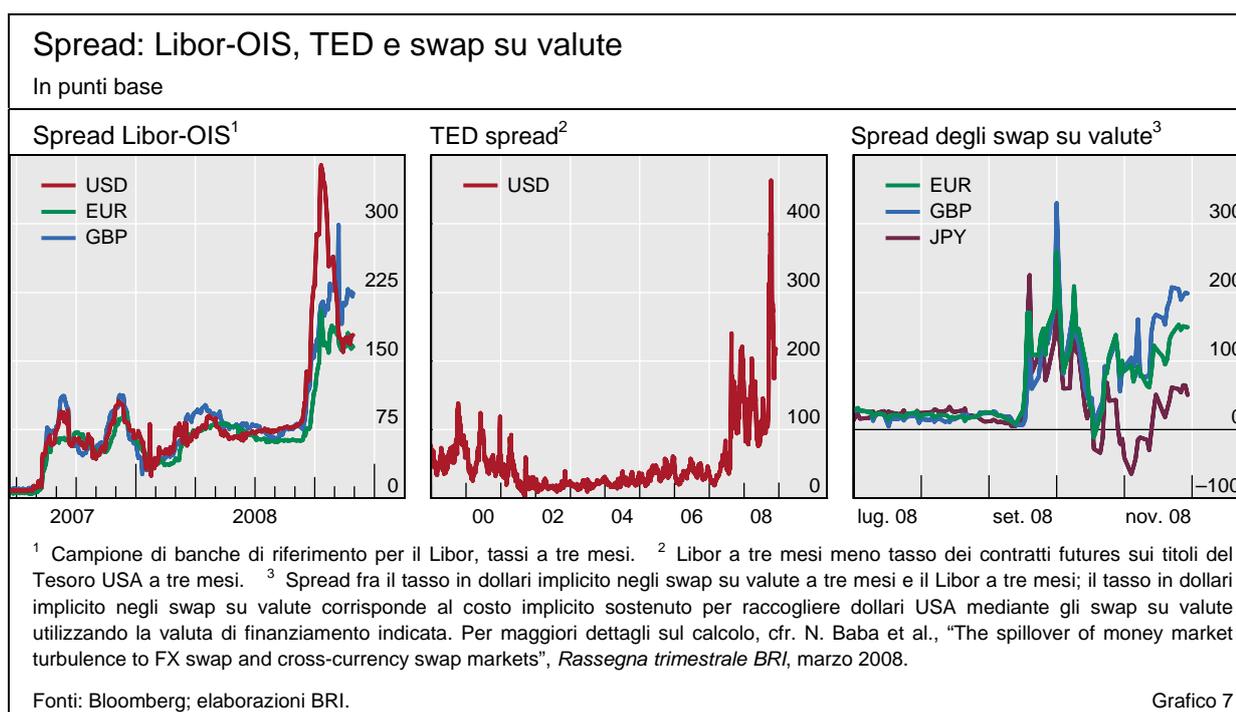
Paese	Estensione dell'assicurazione dei depositi	Garanzia delle passività all'ingrosso ²		Iniezione di capitali ³	Acquisto di attività
		Nuove emissioni	Debito in essere		
Australia	✓	✓	✓		✓
Austria	✓	✓		✓	
Belgio	✓	✓			
Canada		✓			✓
Danimarca	✓	✓	✓		
Finlandia	✓				
Francia		✓		✓	
Germania	✓	✓		✓	✓
Grecia	✓	✓		✓	
Irlanda	✓	✓	✓		
Italia		✓		✓	
Paesi Bassi	✓	✓		✓	
Nuova Zelanda	✓				
Norvegia					✓
Portogallo	✓	✓			
Spagna	✓	✓		✓	✓
Svezia	✓	✓		✓	
Svizzera				✓	✓
Regno Unito	✓	✓		✓	
Stati Uniti	✓	✓		✓	✓

¹ A metà novembre 2008. ² Sono incluse le emissioni obbligazionarie, i prestiti interbancari e altre passività all'ingrosso. La copertura delle garanzie fornite varia da un paese all'altro. ³ Include unicamente i programmi annunciati (e non gli interventi isolati).
Fonte: BRI.

essere negli Stati Uniti sono precipitati di oltre \$325 miliardi, da un totale di circa \$1,76 trilioni il 10 settembre (grafico 6, diagrammi centrale e di destra), tornando a recuperare terreno soltanto verso la fine di ottobre, dopo l'annuncio e la successiva attuazione da parte della Federal Reserve di un nuovo schema per l'acquisto di CP sia garantita sia non garantita.

Il congelamento dei mercati monetari ...

Di fronte all'impennata della domanda di liquidità a seguito della contrazione del settore dei fondi comuni del mercato monetario, i mercati interbancari internazionali si sono inceppati, minando l'accesso delle banche ai finanziamenti a breve termine. I mercati monetari erano già soggetti a tensione da oltre un anno, e non si erano ripresi nemmeno grazie alle massicce iniezioni di liquidità effettuate dalle banche centrali. Ciò nonostante, le loro condizioni sono ulteriormente peggiorate a partire da metà settembre, quando il dissesto di Lehman Brothers ha provocato un tracollo completo della fiducia nella solidità finanziaria delle controparti. L'affannosa ricerca di liquidità da parte delle banche ha catapultato i tassi interbancari su nuovi massimi. I differenziali fra i tassi Libor in dollari e i corrispondenti tassi degli *overnight index swap* (OIS), che riflettono sia il rischio di credito di controparte, sia fattori di liquidità, sono saliti da quasi 80 punti base agli inizi di settembre a 232 punti base alla fine del mese. Un andamento analogo si è osservato per gli spread fra il rendimento dei titoli del Tesoro USA e il tasso sull'eurodollaro ("TED spread") (grafico 7, diagrammi di sinistra e centrale). Seppur meno pronunciati, i movimenti in altri mercati, come quelli dell'euro e della sterlina, segnalavano anch'essi chiaramente la presenza di gravi turbative (grafico 7, diagramma di sinistra). Al contempo, l'aumento degli spread creditizi del settore finanziario e l'impennata della domanda mondiale di dollari USA si sono manifestati anche nei mercati collegati: in quello degli swap valutari i differenziali rispetto al dollaro applicati a varie importanti divise dei paesi industrializzati e dei mercati emergenti hanno toccato livelli storicamente elevati (grafico 7, diagramma di destra).



Alla luce dei forti disordini nei mercati del finanziamento all'ingrosso le autorità hanno accresciuto la frequenza e la portata dei loro interventi. Il 18 settembre, in un segnale di crescenti pressioni, la banca britannica HBOS si è vista costretta a unirsi a una delle sue concorrenti in un'operazione di fusione facilitata dal governo. Lo stesso giorno, nel tentativo di alleviare le pressioni sul settore finanziario, la Financial Services Authority del Regno Unito ha sospeso la vendita allo scoperto di azioni finanziarie, una mossa emulata il giorno seguente dalle autorità statunitensi. Le principali banche centrali hanno reagito a loro volta con una nuova serie di misure concertate volte a fronteggiare la penuria di finanziamenti a breve termine in dollari USA, in particolare sottoscrivendo nuove linee di swap valutari o estendendo quelle esistenti, per un totale di \$180 miliardi (cfr. i riquadri 2 e 3 per maggiori dettagli sulle iniziative adottate dalle autorità per soccorrere le banche o sopperire alla mancanza di liquidità in valuta e il riquadro 4 per un'analisi dell'impatto di tali iniziative sui bilanci delle banche centrali). A questi interventi ha fatto seguito, il 19 settembre, l'annuncio da parte del Tesoro statunitense di un piano di garanzia temporaneo per gli investitori dei fondi del mercato monetario, volto ad arrestare l'escalation delle richieste di riscatto di cui era vittima il settore. Il piano ha effettivamente dato i suoi frutti, e le attività totali dei fondi comuni statunitensi del mercato monetario si sono gradualmente riportate sui livelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers, raggiungendo \$3,6 trilioni agli inizi di novembre.

... dà adito a una prima serie di interventi delle autorità

Benché ciò sembri aver portato sollievo ai mercati, le pressioni sulle banche e sulle altre società del settore finanziario non sono diminuite. Le misure già prese dalle autorità e i primi particolari di un piano finalizzato a liberare i bilanci delle istituzioni finanziarie USA dalle attività dissestate hanno contribuito a far retrocedere temporaneamente gli spread dai massimi toccati subito dopo il fallimento di Lehman Brothers. Anche i mercati azionari hanno segnato una ripresa, agevolata in parte dal nuovo divieto di vendita allo scoperto. Il 19 settembre l'indice S&P 500 ha recuperato il 4%, con rialzi ancora maggiori dei titoli di varie banche prominenti, mentre i mercati europei hanno guadagnato oltre l'8%. Del pari, sono parse aumentare le aspettative che i disordini dei mercati di finanziamento non sarebbero continuati: i mercati a termine del dollaro USA hanno lentamente cominciato a segnalare per i mesi a venire un calo considerevole degli spread Libor-OIS a tre mesi. Ciò nonostante, domenica 21 settembre, di fronte al perdurare della stretta dei finanziamenti e degli associati timori per il rischio di controparte, le due banche di investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley sono state autorizzate dalle autorità statunitensi a trasformarsi in gruppi bancari. La mossa, mirata ad arrestare i trasferimenti verso terzi delle posizioni delle controparti e dei fondi della clientela, ha fortemente ridotto gli spread sui CDS di entrambe le società.

Risposta delle autorità di fronte alla crisi di fiducia internazionale

Il moltiplicarsi dei problemi per il settore finanziario ha costretto a questo punto le autorità di un numero sempre maggiore di paesi a prendere azioni decisive a

Vengono prese azioni decisive ...

Riquadro 3 – Misure adottate dalle banche centrali per mitigare le carenze di fondi in valuta estera

Corrinne Ho e François-Louis Michaud

I problemi di liquidità inizialmente circoscritti alle esigenze di finanziamento in dollari USA delle banche europee hanno assunto portata più generale nel settembre 2008. L'arresto dei mercati monetari nella seconda metà di settembre e agli inizi di ottobre ha reso estremamente difficile procurarsi fondi in dollari nei mercati sia non garantiti, sia garantiti. Le banche nei paesi emergenti, che fino ad allora non avevano particolarmente risentito delle tensioni nei mercati monetari in dollari, si sono parimenti ritrovati in situazione di scarsa liquidità. Questo problema, inoltre, non ha riguardato più soltanto il dollaro USA, andando a colpire anche istituzioni finanziarie con passività in valuta estera denominate in euro e franchi svizzeri.

Il propagarsi delle situazioni di carenza di fondi in divisa estera ha indotto le autorità monetarie ad adottare misure di vario tipo. Al fine di fornire fondi in valuta alle proprie controparti, una banca centrale ha a disposizione principalmente tre opzioni: smobilizzare le riserve valutarie ufficiali esistenti, indebitarsi in valuta sui mercati, ovvero mutuare fondi in valuta estera da un'altra banca centrale, inclusa quella di emissione[®]. Per tutte queste misure esistono precedenti, ma in occasione dell'attuale crisi finanziaria si è ricorso soprattutto alla prima e alla terza opzione[®]. L'indebitamento presso un'altra banca centrale sotto forma di accordi di swap o di prestito garantito, in particolare, potrebbe rappresentare la soluzione privilegiata laddove le riserve valutarie nella moneta richiesta siano insufficienti, oppure qualora non si vogliano intaccare le riserve ufficiali esistenti, o ancora nel caso in cui si tema che la vendita di attività di riserva meno liquide possa rafforzare le dinamiche negative del mercato. Inoltre, come dimostrano gli avvenimenti recenti, anche il desiderio di dar prova di spirito di cooperazione nella risoluzione dei problemi costituisce un forte incentivo per ricorrere a forme di accordo tra banche centrali piuttosto che – o in aggiunta – alle proprie riserve ufficiali.

Linee di swap e accordi di prestito garantito fra banche centrali

Di recente le linee di swap fra banche centrali (in particolare quelle con la Federal Reserve) hanno ricevuto molta attenzione[®], e ciò non solo perché la crisi ha avuto origine nel mercato del dollaro, ma anche per l'aumento considerevole delle dimensioni e dell'ambito di utilizzo di tali operazioni nel corso dell'ultimo anno (cfr. la tabella). Fra dicembre 2007 e metà settembre 2008 solo la BCE e la Banca nazionale svizzera (BNS) avevano fatto uso, a complemento della Term Auction Facility della Federal Reserve, di linee di swap con quest'ultima per procurarsi fondi in dollari USA da destinare alle rispettive controparti. Queste due linee transatlantiche di swap erano state progressivamente ampliate per consentire di effettuare operazioni più ingenti. All'aumentare dell'intensità e della diffusione delle situazioni di carenza di dollari USA a metà settembre, gli accordi di swap con la Federal Reserve sono cresciuti in termini di numero (passando da due a 14 verso la fine di ottobre), fasce orarie e aree geografiche coperte (da uno a cinque continenti) e dimensioni. In particolare, a metà ottobre sono stati aboliti i massimali applicati a SNB, BCE, Bank of England e Bank of Japan, al fine di consentire loro di condurre aste a tasso fisso con aggiudicazione piena in dollari. È stata inoltre ampliata la gamma di operazioni di distribuzione di dollari offerte alle banche centrali partner, in termini sia di scadenze sia di tipologie. Alle scadenze a più lungo termine (uno e tre mesi) fino ad allora prevalenti sono state affiancate operazioni a una settimana e, per un certo periodo, addirittura *overnight*[®], e ai pronti contro termine e ai prestiti garantiti sono andati ad aggiungersi swap in valuta.

Sono stati inoltre istituiti, anche se soprattutto a livello regionale, schemi per l'offerta di euro e franchi svizzeri. Nel maggio 2008 le banche centrali di Svezia, Norvegia e Danimarca hanno annunciato un accordo di swap con la banca centrale islandese per lo scambio di euro contro corone islandesi. Nell'ottobre 2008 la BCE e la BNS hanno aperto una linea di swap per facilitare la distribuzione di franchi svizzeri all'interno dell'area dell'euro, specie a favore di banche minori impossibilitate ad accedere alle operazioni di mercato della BNS. Lo stesso mese la BCE ha istituito uno schema di swap con la Danmarks Nationalbank per agevolarla nel tentativo di migliorare la liquidità nei mercati a breve termine in euro e ha acconsentito a fornire euro alla banca

centrale dell'Ungheria mediante pronti contro termine. In novembre la BNS e la BCE hanno concluso accordi per fornire rispettivamente franchi svizzeri ed euro banca centrale della Polonia.

In vari casi questi accordi, sebbene annunciati pubblicamente, non sono stati utilizzati. Ciò fa ritenere che essi segnalassero più la volontà di premunirsi e di avere a disposizione misure di appoggio, che non l'esigenza immediata ed effettiva di sostegno finanziario esterno.

Smobilizzo delle riserve valutarie ufficiali esistenti

Al fine di mitigare le carenze di fondi in valuta estera le banche centrali hanno inoltre impiegato le riserve ufficiali. A partire dall'inizio della fase più acuta di turbolenza finanziaria a metà settembre, gran parte delle autorità monetarie dei principali mercati emergenti ha fatto ricorso alla *vendita definitiva* di riserve in valuta per contribuire a soddisfare la domanda di finanziamenti in moneta estera del mercato locale, nonché per allentare le pressioni sul tasso di cambio[®]. In aggiunta, alcune banche centrali (come quelle di Brasile e Filippine) hanno offerto alle rispettive controparti di

Tabella: accordi annunciati di swap fra banche centrali¹

Banche centrali partner	Data di annuncio	Massimale	Già utilizzati	In appoggio alle seguenti operazioni ² :
La Federal Reserve fornisce USD a:				
Banca nazionale svizzera	12 dic. 07	–	Sì	1M, 3M, 1S
Banca centrale europea	12 dic. 07	–	Sì	1M, 3M, 1S; e swap valutari
Bank of England	18 sett. 08	–	Sì	1M, 3M, 1S
Bank of Japan	18 sett. 08	–	Sì	1M, 3M
Bank of Canada	18 sett. 08	\$30 mdi		–
Reserve Bank of Australia	24 sett. 08	\$30 mdi	Sì	1M, 3M
Sveriges Riksbank	24 sett. 08	\$30 mdi	Sì	1M, 3M
Danmarks Nationalbank	24 sett. 08	\$15 mdi	Sì	1M, 3M
Norges Bank	24 sett. 08	\$15 mdi	Sì	1M, 3M
Reserve Bank of New Zealand	28 ott. 08	\$15 mdi		–
Banco Central do Brazil	29 ott. 08	\$30 mdi		–
Banco de México	29 ott. 08	\$30 mdi		–
Bank of Korea	29 ott. 08	\$30 mdi		–
Monetary Authority of Singapore	29 ott. 08	\$30 mdi		–
La Banca nazionale svizzera fornisce CHF a:				
Banca centrale europea	15 ott. 08	–	Sì	Swap valutari; 1S, 3M
Narodowy Bank Polski	07 nov. 08	–	Sì	Swap valutari; 1S, (3M)
La BCE fornisce EUR a:				
Magyar Nemzeti Bank	16 ott. 08	€5 mdi ³	–	Swap valutari O/N ⁴
Danmarks Nationalbank	27 ott. 08	€12 mdi	Sì	1M, 3M ⁵
Narodowy Bank Polski	21 nov. 08	€10 mdi ³	–	–
Le banche centrali dei paesi nordici forniscono EUR a:				
Seðlabanki Islands	16 mag. 08	€1,5 mdi	Sì	–

¹ Dati aggiornati al 21 novembre 2008; il simbolo – sta per “non specificato”. ² Si tratta delle operazioni delle banche centrali partner per la distribuzione di valuta estera alle controparti (e non delle operazioni tra banche centrali). Oltre a queste operazioni, è possibile che le banche centrali partner offrano anche facilitazioni diverse che impiegano le riserve valutarie ufficiali esistenti. PcT o prestiti garantiti, se non altrimenti specificato. 1M = un mese; 3M = tre mesi; 1S = una settimana; O/N = *overnight*. ³ Sulla base di accordo PcT. ⁴ La facilitazione collegata è stata annunciata ma non immediatamente utilizzata. ⁵ È in programma un'asta a tre mesi per il 10 dicembre 2008.

Fonte: banche centrali.

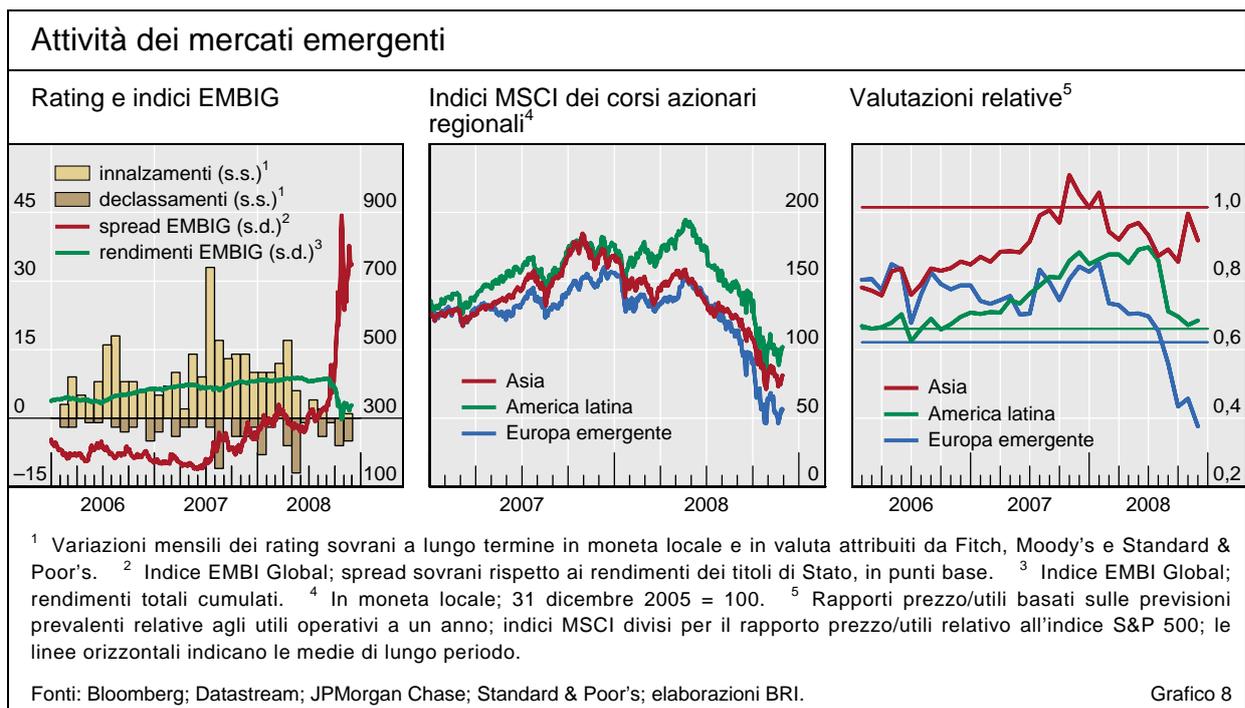
utilizzare le riserve nel quadro di *operazioni pronti contro termine*. Oltre a questi metodi, sono state proposte *operazioni di swap in valuta* volte a offrire moneta estera alle controparti. Per le banche centrali (come quella australiana) che da tempo annoverano queste operazioni fra quelle ordinariamente condotte nel mercato monetario, si è trattato semplicemente di estendere le finalità di uno strumento già esistente. Alcune banche centrali (ad esempio quelle di Corea e Indonesia) hanno annunciato modifiche agli schemi di swap in vigore volte ad accrescere l'efficienza e la flessibilità della distribuzione di valuta estera (ad esempio ampliando la gamma di controparti ammesse o allungando le scadenze). Altre hanno invece creato nuovi schemi di swap (come Brasile, Cile e Polonia) o si sono dichiarate disposte a effettuare all'occorrenza operazioni di swap con le controparti (Hong Kong SAR). In aggiunta, alcune banche centrali (come quella ungherese) si sono offerte di assumere l'uno o l'altro ruolo nel quadro degli swap valutari, in modo da alleviare le preoccupazioni circa il merito di credito delle controparti.

[Ⓞ] Quest'ultima opzione potrebbe accompagnarsi in alcuni casi ad altre forme di assistenza finanziaria ufficiale, ad esempio dell'FMI. [Ⓞ] Oltre a immettere liquidità in valuta estera, al fine di accrescere la disponibilità di fondi in valuta all'interno del sistema finanziario una banca centrale può mettere in atto anche altre misure, come la modifica del sistema della riserva obbligatoria. [Ⓞ] Le linee di swap non costituiscono di per sé un nuovo strumento, benché tradizionalmente siano state utilizzate soprattutto a sostegno degli interventi sui mercati dei cambi e non per mitigare le difficoltà di finanziamento in moneta estera. [Ⓞ] Le aste giornaliere *overnight* in dollari offerte da BCE, BNS e Bank of England tra metà settembre e metà novembre (metà ottobre per la BCE) 2008 miravano precisamente ad attenuare le carenze di dollari nella parte iniziale della giornata di contrattazione in Europa. [Ⓞ] Di fronte alla ridotta disponibilità dei consueti canali di finanziamento in dollari (indebitamento in dollari e mercato degli swap valutari), molte imprese si sarebbero rivolte al mercato a pronti per acquistare dollari, inducendo così bruschi deprezzamenti delle rispettive monete.

sostegno delle principali istituzioni finanziarie. Il 25 settembre le autorità degli Stati Uniti hanno acquisito la principale cassa di risparmio del paese, rivendendone le attività bancarie a una concorrente di maggiori dimensioni. Anche in Europa sono state intraprese a ritmi serrati varie misure volte a contrastare le minacce per la stabilità di singole istituzioni all'interno dei sistemi bancari nazionali. Il 29 settembre, dopo un fine settimana di trattative, il Regno Unito si è mosso per nazionalizzare la società di credito ipotecario Bradford & Bingley, mentre Fortis, la società bancaria e di assicurazione, riceveva un'iniezione di capitali da parte dei governi di Belgio, Lussemburgo e Paesi Bassi. Le operazioni olandesi di Fortis hanno poi finito per essere nazionalizzate, e gran parte delle attività restanti è stata rilevata da una concorrente francese. Sempre il 29 settembre, la società di credito ipotecario commerciale Hypo Real Estate otteneva con l'assistenza del governo una linea creditizia da parte di un consorzio di istituti del settore finanziario.

A dispetto di queste iniziative straordinarie, tuttavia, i mercati finanziari si erano ormai focalizzati sulla necessità di approcci maggiormente globali. Più avanti nella giornata del 29 settembre la Camera dei Rappresentanti statunitense si esprimeva sfavorevolmente sulla prima versione del piano di \$700 miliardi proposto dal Tesoro a sostegno del settore finanziario del paese (poi approvato e divenuto legge nella sua versione rivista alla fine di quella settimana). La reazione alla bocciatura del piano si è fatta immediatamente sentire nei mercati azionari USA, che nell'arco di pochi minuti hanno segnato ribassi considerevoli, continuando a perdere terreno nel resto della giornata. L'S&P 500 è calato dell'8,8%, ancora una volta trainato dai titoli finanziari; anche altri indici sono diminuiti, sebbene con cali percentuali inferiori (grafico 4, diagramma di sinistra).

... ma la bocciatura di un piano più generale scuote i mercati



Le perdite si sono aggravate nei giorni seguenti, allorché l'arrivo di ulteriori cattive notizie sullo stato di salute del settore finanziario ha provocato un deterioramento ancora più marcato del clima di fiducia degli investitori. Il 30 settembre è stata annunciata un'iniezione di capitali a favore del gruppo finanziario Dexia a opera dei governi belga, francese e lussemburghese. All'annuncio hanno fatto seguito iniziative pubbliche da parte dell'Irlanda e di altri paesi, che hanno a loro volta creato o potenziato le garanzie a tutela dei depositi bancari e di attività analoghe. Nel Regno Unito le autorità hanno annunciato misure esaurienti per ricapitalizzare le banche nazionali, fornire liquidità a breve termine e assicurare al sistema bancario una disponibilità sufficiente di finanziamenti a medio termine, offrendo garanzie a fronte dei titoli senior di debito bancario non garantito di nuova emissione. Eppure, sebbene i ritmi di intervento si fossero fatti più serrati, nei mercati finanziari la turbolenza proseguiva, e ancora in ottobre i mercati creditizi e azionari continuavano a segnare perdite generalizzate. La portata mondiale dell'ondata di vendite risultava con particolare evidenza dagli indici azionari internazionali più generali, che a cavallo fra settembre e ottobre hanno subito perdite record. Se fra il 22 settembre e il 10 ottobre l'S&P 500 era sceso del 25% circa, nello stesso periodo l'indice MSCI World era crollato di oltre il 28%. Cali analoghi sono stati registrati dai titoli dei mercati azionari, che hanno perso il 24% in termini di moneta locale (grafico 8, diagramma centrale); le pressioni in vendita sono state particolarmente intense nei paesi con ampi disavanzi di parte corrente e un grado relativamente elevato di dipendenza del settore privato dall'indebitamento in valuta estera. Anche i mercati monetari hanno continuato a dare segnali di turbative estreme, con nuovi record degli spread Libor-OIS ogni giorno (grafico 7, diagramma di sinistra).

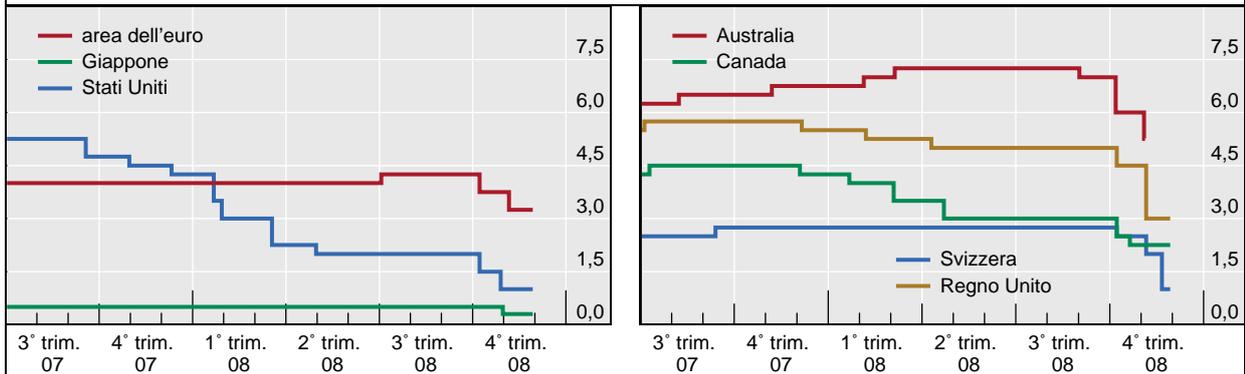
In siffatte circostanze, gli interventi isolati messi in atto dalle singole autorità nazionali sono parsi non bastare più. L'8 ottobre, al fine di arrestare

Il salvataggio di
singole banche ...

... le maggiori
garanzie sui
depositi ...

Tassi ufficiali¹

In percentuale



¹ Per la BCE, tasso minimo di offerta applicato sulle operazioni di rifinanziamento principali; per la Bank of Japan, tasso obiettivo sui depositi non garantiti; per la Federal Reserve, tasso obiettivo sui *federal fund*; per la Reserve Bank of Australia, *cash rate* obiettivo; per la Bank of Canada, tasso *overnight* obiettivo; per la Banca nazionale svizzera, valore intermedio della fascia obiettivo per il Libor a tre mesi; per la Bank of England, *Bank rate*.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 9

... la riduzione dei tassi ufficiali concordata a livello internazionale ...

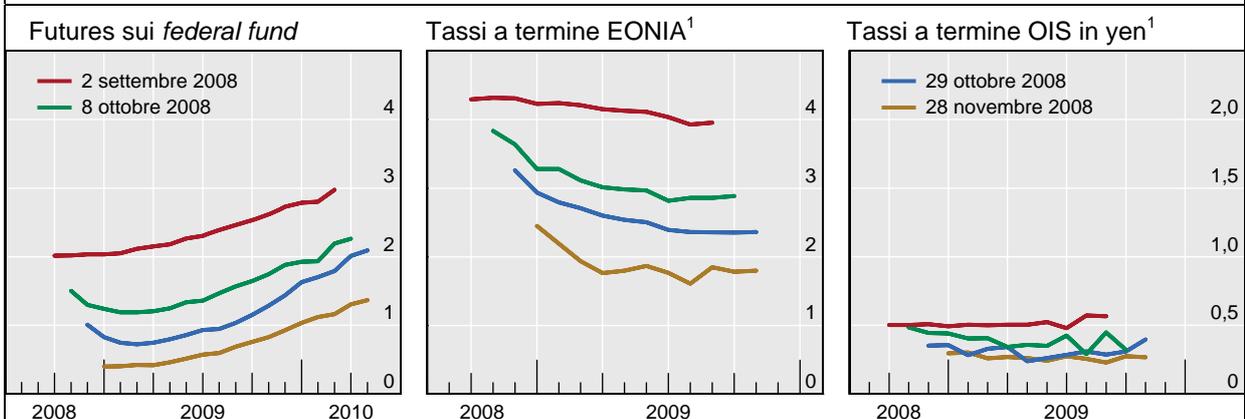
l'aggravarsi della crisi di fiducia, è stata pertanto intrapresa la prima azione ufficiale coordinata a livello internazionale, sotto forma di una tornata inedita di riduzione di 50 punti base dei tassi ufficiali da parte di sei importanti banche centrali, fra cui la Bank of England, la BCE e la Federal Reserve (grafico 9). Come mostrano gli indicatori ricavati dai futures, la mossa è stata immediatamente incorporata nelle aspettative circa l'andamento della politica monetaria, in particolare in Europa (grafico 10).

... e gli interventi generalizzati di ricapitalizzazione bancaria ...

La ricerca di soluzioni coordinate e di natura più sistemica è proseguita nei giorni seguenti. Ne è un esempio l'annuncio effettuato di comune accordo il 13 ottobre da Federal Reserve, BCE, Bank of England e Banca nazionale svizzera, in base al quale queste istituzioni si impegnavano a fornire con piena aggiudicazione finanziamenti in dollari a tasso fisso alle scadenze di 7, 24 e 84 giorni, al fine di allentare ulteriormente le tensioni nel mercato monetario. Contemporaneamente venivano ampliate le linee di swap esistenti fra la

Curve dei tassi di interesse a termine

In percentuale



¹ Tassi impliciti a un mese calcolati a partire dagli *overnight index swap*.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 10

Federal Reserve e le altre principali banche centrali con lo scopo di accomodare qualunque esigenza di liquidità in dollari. Lo stesso giorno, con una mossa inedita, i paesi membri dell'area dell'euro rilasciavano dichiarazioni congiunte con cui annunciavano la predisposizione di garanzie e iniezioni di liquidità volte a rimettere in moto il credito interbancario e a reintegrare la base patrimoniale delle banche. Successivamente, il 14 ottobre, il Tesoro statunitense ha reso noto che avrebbe destinato alla ricapitalizzazione delle banche principali \$250 miliardi del pacchetto di salvataggio finanziario precedentemente approvato.

Allorché l'ondata senza precedenti di iniziative ufficiali intraprese nei vari paesi fino a metà ottobre ha gradualmente lasciato spazio a un approccio coordinato, si è finalmente materializzata una reazione da parte dei prezzi di mercato. Poiché un volume potenzialmente ingente di passività senior delle istituzioni finanziarie era stato di fatto trasformato in debito quasi-pubblico, gli spread delle società del settore finanziario sono scesi dai picchi precedentemente toccati nel periodo (grafico 2, diagramma di sinistra). Questo miglioramento ha inizialmente contribuito a spingere verso il basso gli indici generali degli spread (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale). I mercati sono tuttavia rimasti in tensione a causa della protratta attività di smobilizzo dei portafogli da parte degli investitori con elevato grado di leva, messi in difficoltà dalla richiesta di margini aggiuntivi e di riscatto delle quote.

Anche in altri mercati si sono osservati segnali di un graduale allentamento delle pressioni. Dopo aver toccato il massimo di 364 punti base il 10 ottobre, lo spread Libor-OIS in dollari a tre mesi ha mantenuto un andamento discendente fino a novembre, portandosi a 170 punti base circa. Dinamiche analoghe hanno interessato gli spread Libor-OIS dell'euro e della sterlina, a indicare che i mercati interbancari stavano finalmente cominciando a stabilizzarsi (grafico 7, diagramma di sinistra). Contemporaneamente si intravedevano segnali di un recupero almeno temporaneo dei mercati azionari (grafico 4, diagrammi di sinistra e centrale), dove il 13 ottobre l'indice Dow Jones Industrial Average guadagnava l'11%, il rialzo percentuale maggiore mai registrato in una sola giornata dal 1933. Segnali di ripresa dai precedenti minimi provenivano inoltre da altri indici azionari, nonché dai mercati azionari e obbligazionari dei paesi emergenti (grafico 8, diagrammi di sinistra e centrale).

Allo stesso tempo hanno iniziato a manifestarsi in altri mercati gli effetti indesiderati delle azioni ufficiali. Dopo un primo calo, ad esempio, gli spread sul debito e sugli MBS delle agenzie federali statunitensi sono fortemente cresciuti, superando addirittura i massimi toccati prima dell'acquisizione di Fannie Mae e Freddie Mac da parte del governo agli inizi di settembre (grafico 1, diagramma di destra). A seguito dell'annuncio che la Federal Deposit Insurance Corporation avrebbe esteso nuove garanzie su determinati strumenti di debito bancario non garantito emessi prima del 30 giugno 2009, gli investitori avevano cominciato ad anticipare che sarebbe venuta a crearsi una nuova e potenzialmente consistente categoria di attività bancarie quotate AAA, che avrebbe fatto concorrenza diretta ai titoli delle agenzie. Le incertezze in merito alla precisa natura delle garanzie pubbliche a favore del debito a più

... scongiurano un tracollo completo della fiducia

I segnali di schiarita si rivelano solo temporanei

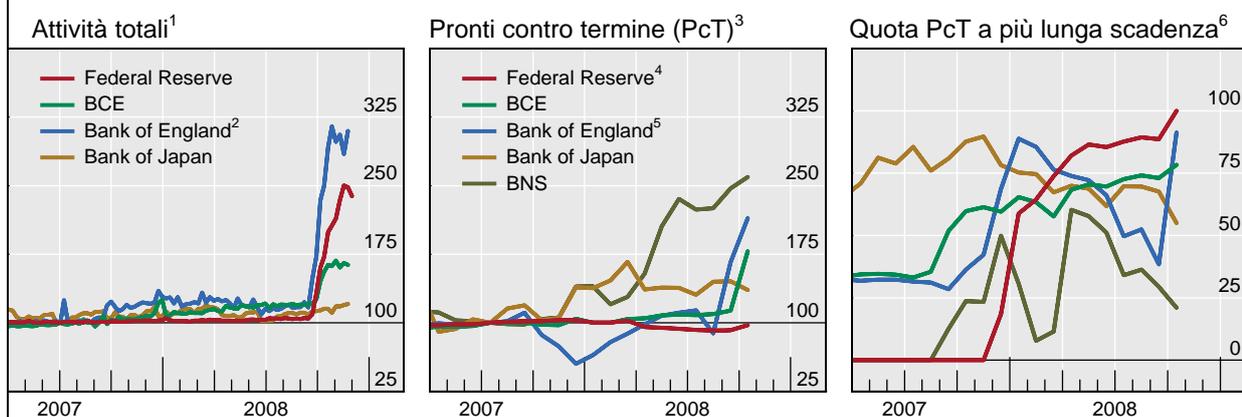
Riquadro 4 – I bilanci delle banche centrali

François-Louis Michaud e Gert Schnabel

A partire dall'agosto 2007 le banche centrali delle principali economie avanzate hanno messo in atto una serie di misure diversificate per fronteggiare le tensioni sul mercato monetario e su quello interbancario. Per i loro bilanci ciò ha comportato cambiamenti considerevoli in termini di dimensioni, composizione e profilo di rischio. Le principali banche centrali hanno erogato maggiori quantitativi di finanziamento a termine a un pubblico più ampio di istituzioni e a fronte di una lista più estesa di garanzie rispetto al passato. In taluni casi esse sono intervenute per finanziare direttamente gli istituti in difficoltà e hanno preso provvedimenti eccezionali per migliorare le condizioni sui mercati del credito. Nel presente riquadro si esamina come queste azioni si siano riverberate sui loro bilanci.

Durante la fase iniziale della turbolenza, ovvero fino a metà settembre 2008, le misure adottate dalle banche centrali non hanno prodotto un'espansione rilevante dei rispettivi bilanci. Tuttavia, a fronte delle operazioni di provvista di liquidità, condotte in genere con frequenza e scadenze maggiori rispetto al passato (grafico A), si riscontrava già una sostanziale ricomposizione dell'attivo, in alcuni casi anche legata all'ampliamento delle garanzie stanziabili.

Attività delle banche centrali e operazioni di mercato aperto



¹ Fine 2° trimestre 2007 = 100; dati settimanali. ² Corrette dalla BRI in base alle stime delle partite in corso di regolamento collegate alle operazioni illimitate in dollari. ³ Contratti di pronti contro termine (e credito stanziato nell'ambito della Term Auction Facility (TAF) nel caso della Fed), incluse le aste in valuta estera; importi in essere; medie mensili, giugno 2007 = 100. ⁴ Somma delle consistenze di operazioni pronti contro termine, TAF e titoli del Tesoro USA presenti nel portafoglio della Fed. ⁵ Il calo da agosto a dicembre compensa l'offerta di riserve al mercato tramite il finanziamento a Northern Rock (NR). Il successivo aumento compensa l'assorbimento di riserve che ha avuto luogo man mano che principalmente il governo britannico, ma anche NR, rifondevano i prestiti ricevuti dalla Bank of England. ⁶ Consistenze di operazioni pronti contro termine (e TAF per la Fed), incluse le aste in valuta estera, di almeno 28 giorni in percentuale delle consistenze totali di operazioni pronti contro termine (e TAF per la Fed); medie mensili.

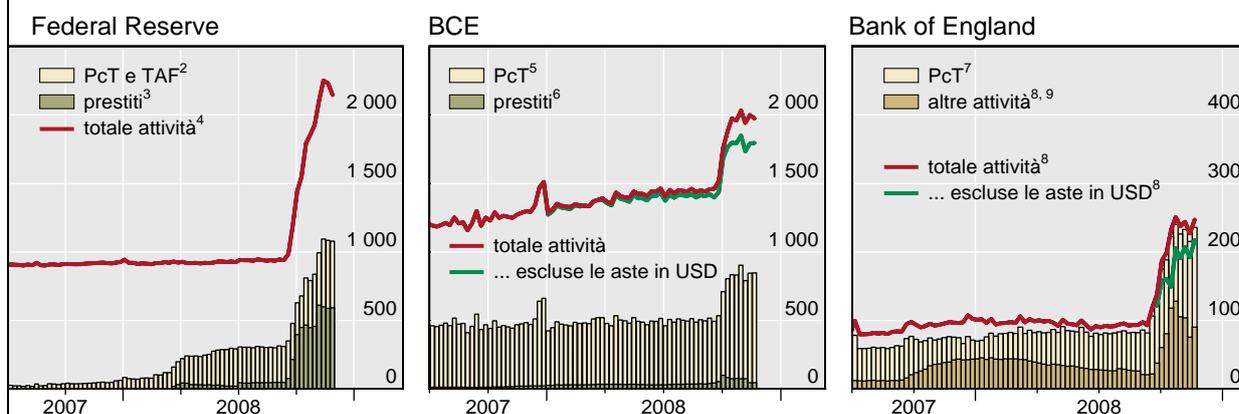
Fonte: banche centrali.

Grafico A

Negli Stati Uniti la Federal Reserve (Fed) ha allungato la scadenza delle operazioni di rifinanziamento e aumentato la loro dimensione, ma ciò è stato controbilanciato dall'assottigliamento del suo portafoglio di titoli del Tesoro. Inoltre, una quota sempre crescente di questi titoli è stata prestata ai *primary dealer* a fronte di un'ampia gamma di titoli meno liquidi nell'ambito della Term Securities Lending Facility (senza alcun impatto netto sulle riserve bancarie e sulle dimensioni del bilancio della banca centrale) per aiutare tali operatori ad accrescere la liquidità dei rispettivi bilanci. Analogamente, la Bank of England (BoE) ha offerto alle banche di scambiare titoli meno liquidi con altri più liquidi all'interno dello Special Liquidity Scheme. La BoE, la Banca centrale europea (BCE) e la Banca nazionale svizzera (BNS) hanno sostituito le operazioni di mercato aperto (OMA) a più breve termine con quelle a più lungo termine. La BCE e la BNS hanno istituito linee di swap in valuta con la Fed per distribuire liquidità in dollari alle banche europee, sebbene gli importi in questione siano stati relativamente limitati e le operazioni di finanziamento su iniziativa delle controparti non siano state pressoché utilizzate.

Dopo il fallimento di Lehman Brothers i bilanci di alcune importanti banche centrali hanno subito una sensibile espansione di riflesso alla crescente attività di intermediazione da loro assunta sui mercati monetari. Le attività della Fed e della BoE sono raddoppiate in poche settimane, mentre quelle della BCE e della BNS sono cresciute di oltre il 30%. Nel caso della Fed ciò rifletteva il finanziamento diretto a banche e *dealer* erogato mediante le operazioni esistenti o secondo nuove modalità, inclusi l'erogazione indiretta di credito ai fondi del mercato monetario e l'acquisto di *commercial paper* da società veicolo unitamente all'utilizzo delle linee di swap in dollari da parte delle altre banche centrali. Anche in Europa si è verificato un aumento – sebbene meno marcato – delle operazioni su iniziativa delle controparti, ma la maggior parte dell'espansione dei bilanci delle banche centrali è imputabile agli importi più elevati collocati nelle OMA con le quali si è erogata liquidità in valuta nazionale e in dollari, prevalentemente sotto forma di finanziamento a termine (grafico B). Inoltre, sono state condotte aste aggiuntive a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. I massimali applicati alle linee di swap e alle transazioni connesse all'erogazione di liquidità nella valuta statunitense sono stati considerevolmente innalzati (e successivamente levati). Le linee di swap in dollari USA tra la Fed e la BCE, la BoE e la BNS sono aumentate di oltre \$300 miliardi di dollari tra fine agosto e fine settembre e il credito in dollari fornito da queste banche centrali è cresciuto di un ammontare pari circa alla metà di tale importo nello stesso periodo.

Operazioni di mercato aperto e credito erogato dalle banche centrali¹



¹ In miliardi di unità di moneta nazionale. ² Contratti pronti contro termine (PcT) e credito erogato nell'ambito della Term Auction Facility (TAF). ³ Primary Discount Credit Facility, Primary Dealer Credit Facility, Maiden Lane (Bear Stearns), AIG, misure di appoggio alle emissioni di *commercial paper* e ai fondi comuni del mercato monetario. ⁴ Corrispondente alla voce "Total factors supplying reserve funds". ⁵ Operazioni di rifinanziamento principali, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e operazioni di regolazione puntuale in euro. ⁶ Operazioni di rifinanziamento marginale e altre attività in euro verso istituti di credito dell'area dell'euro. ⁷ Pronti contro termine attivi a breve e a lungo termine in sterline. ⁸ Corrette dalla BRI in base alle stime delle partite in corso di regolamento collegate alle operazioni illimitate in dollari. ⁹ Comprese le operazioni di prestito in dollari USA e quelle collegate alla tutela dei depositanti britannici.

Fonte: banche centrali.

Grafico B

La concomitante crescita delle passività delle banche centrali ha assunto varie forme. Spesso vi è stato un aumento nei saldi dei conti di riserva delle banche presso la banca centrale. Nel caso della BCE si è osservato un forte incremento dei depositi collocati su iniziativa delle controparti. Inoltre, varie banche centrali hanno intrapreso azioni volte a gestire le proprie passività in maniera più flessibile. Negli Stati Uniti il Tesoro ha provveduto a un'emissione supplementare di buoni i cui proventi (quasi \$500 miliardi) sono stati depositati presso la Fed. È importante segnalare che quest'ultima ha iniziato a corrispondere un interesse sulle riserve bancarie – attualmente al tasso obiettivo medio del FOMC durante il periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (al tasso minimo per le riserve in eccesso) – facilitando l'espansione del proprio bilancio a tassi di interesse positivi. La BoE e la BCE hanno ristretto da 200 a 50 e a 100 punti base rispettivamente il corridoio fra i tassi delle operazioni di prestito e di deposito. La BCE ha inoltre annunciato che avrebbe potuto accettare depositi a termine a una settimana. Varie banche centrali (BoE, Riksbank e BNS) hanno iniziato a emettere propri titoli.

Le garanzie pubbliche sul debito bancario potrebbero rallentare l'espansione dei bilanci delle banche centrali e l'aumento del loro grado di rischio. Gli strumenti garantiti dalle amministrazioni statali, nella misura in cui aiutano a stabilizzare i mercati, possono invogliare i fornitori privati di liquidità a cederla alle banche, consentendo alle banche centrali di ridimensionare gradualmente il loro ruolo nel finanziamento al sistema bancario. Contestualmente, nell'accettare come collaterale debito garantito dallo Stato, le banche centrali potrebbero parimenti ridurre la rischiosità dei propri bilanci.

Il sensibile aumento dell'attività di intermediazione da parte delle banche centrali è spesso considerato un rimedio temporaneo al problema della ridotta capacità di intermediazione finanziaria privata. Tuttavia, nonostante l'intermediazione degli istituti centrali e le garanzie di Stato, l'attività di prestito interbancario non si è ancora ripresa e permangono disfunzioni sui mercati monetari. Ciò potrebbe naturalmente riflettere la permanenza di vincoli di bilancio e patrimoniali per le banche. Un'altra ragione potrebbe ricercarsi nelle differenti forme di garanzia pubblica offerte nei vari paesi e nella gradualità del loro utilizzo. Vi è inoltre la possibilità che sia in atto un'evoluzione della gestione degli approvvigionamenti di liquidità da parte delle banche le quali, a questo riguardo, potrebbero voler fare minore affidamento sui mercati all'ingrosso. Infine, un'altra spiegazione è che l'accresciuta intermediazione da parte delle banche centrali potrebbe in certi casi ridurre gli incentivi delle banche a riappropriarsi della loro funzione di intermediari. Ad esempio, la possibilità di approvvigionarsi di fondi dalla banca centrale a un tasso vicino a quello di riferimento senza esporsi ad alcun rischio di controparte potrebbe ragionevolmente ridurre l'incentivo per le banche a finanziarsi sul mercato. Del pari, l'esiguità dei differenziali fra i tassi obiettivo delle banche centrali e quelli corrisposti sulle riserve eccedenti potrebbe scoraggiare gli istituti di credito a cedere fondi ad altre banche. Non è dunque chiaro fino a che punto e per quanto tempo le banche centrali potranno trovarsi in condizione di dover espandere i propri bilanci.

lunga scadenza delle agenzie e la protratta attività di liquidazione da parte dei fondi di investimento soggetti a richieste di rimborso hanno esercitato ulteriori pressioni al rialzo sugli spread delle agenzie federali. Effetti collaterali analoghi si sono avuti nei mercati dei prestiti garantiti, specie in quelli dei contratti pronti contro termine (cfr. la monografia di P. Hördahl e M. King in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*).

La portata e l'entità dei piani di salvataggio bancario adottati erano inoltre tali per cui una quantità significativa di rischio era stata trasferita nei bilanci dei governi. Ciò è risultato particolarmente evidente nei mercati dei CDS sul debito di soggetti sovrani implicati nel salvataggio di grosse banche singole o nella predisposizione di pacchetti di sostegno generale al settore finanziario, compresi gli Stati Uniti. All'annuncio degli interventi di parte ufficiale, gli spread su questi CDS, che in precedenza si collocavano su valori contenuti, si sono improvvisamente ampliati di fronte alla maggiore domanda di protezione creditizia, mentre quelli sui CDS del settore finanziario si sono ristretti (grafico 2, diagramma di sinistra).

Le paure di recessione balzano in primo piano

Le paure di recessione ...

A metà ottobre le ripercussioni immediate delle iniziative ufficiali nei vari mercati hanno cominciato a essere offuscate dalle indicazioni che andavano progressivamente emergendo dalla pubblicazione dei dati macroeconomici. Questi confermavano infatti che numerose importanti economie erano ufficialmente entrate in recessione, o erano in procinto di farlo. Per quanto le iniziative concertate delle banche centrali e dei governi fossero apparentemente riuscite ad arrestare la crisi globale di fiducia, i guadagni realizzati in

... alimentate dalle notizie macroeconomiche negative ...

gran parte dei mercati delle attività hanno così avuto vita breve. L'unica eccezione al riguardo si è osservata nei mercati dei finanziamenti a breve termine, dove le condizioni hanno continuato a migliorare gradualmente: le attività dei fondi del mercato monetario statunitensi si sono stabilizzate e gli spread Libor-OIS sono calati, pur restando su livelli superiori a quelli precedenti la crisi.

Nei mercati creditizi l'attenzione si è presto spostata sulle aspettative di un'incipiente recessione mondiale e sull'associato aumento delle perdite per insolvenza. La contrazione delle emissioni obbligazionarie e il ristagno dell'attività di prestito bancaria corroboravano i crescenti timori che le famiglie e le società non finanziarie avrebbero dovuto fare i conti con una scarsa disponibilità di credito. A seguito dei deboli dati economici pubblicati per gli Stati Uniti il 16 ottobre, gli spread creditizi hanno ripreso il cammino ascendente precedentemente interrotto, a tratti riflettendo, oltre che le paure di recessione, anche l'incertezza riguardo alle iniziative di parte ufficiale. A metà novembre, l'annuncio che i fondi del piano di sostegno USA inizialmente destinati all'acquisto di attività in sofferenza (Troubled Assets Relief Program) sarebbero stati reindirizzati a sostegno del settore del credito al consumo – dove l'attività di prestito si trovava sempre più pregiudicata dal crollo dei volumi di cartolarizzazione – ha spinto gli spread sui CDS a nuovi massimi, di riflesso alle attese che, contrariamente alle previsioni iniziali, l'acquisto delle attività in sofferenza non avrebbe avuto luogo (grafico 3, diagrammi centrale e di destra). Gli spread hanno dato segnali di recupero solo verso la fine di novembre, dopo l'annuncio di un pacchetto di appoggio a Citigroup e di misure di sostegno per i mercati dei titoli garantiti da attività e dei titoli di debito delle agenzie federali. Hanno tuttavia continuato a permanere tensioni, evidenziate ad esempio dal protratto ampliamento degli spread nei settori in difficoltà, come quello degli immobili commerciali.

... fanno salire gli spread creditizi ...

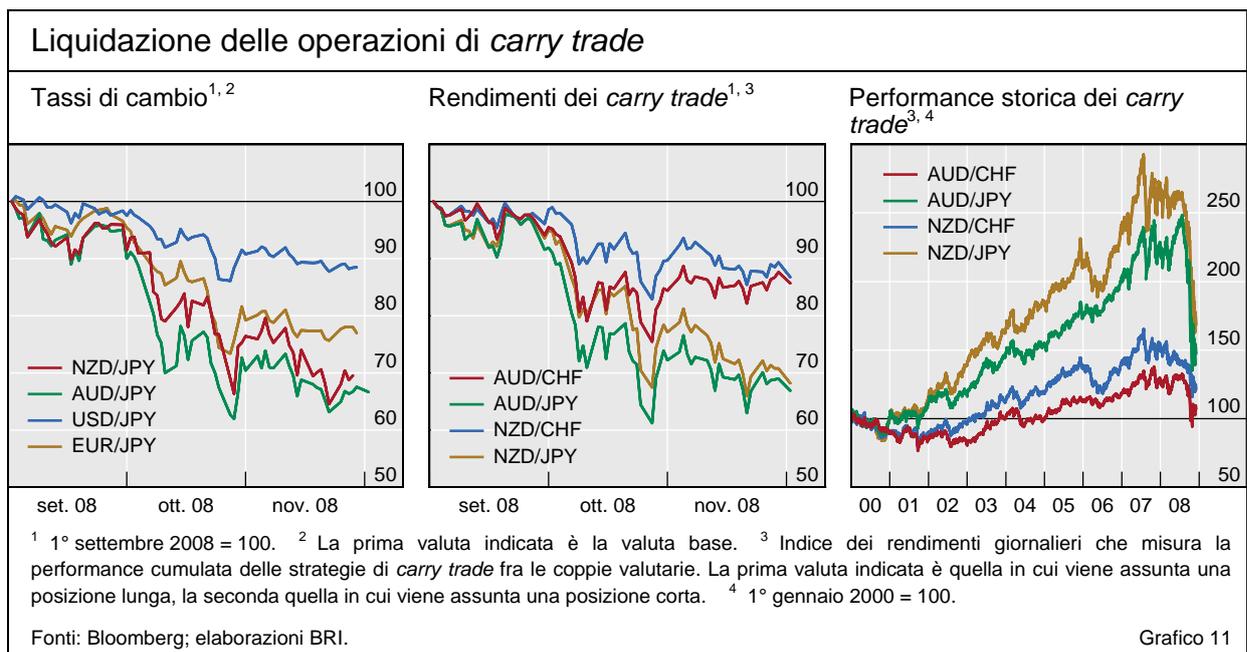
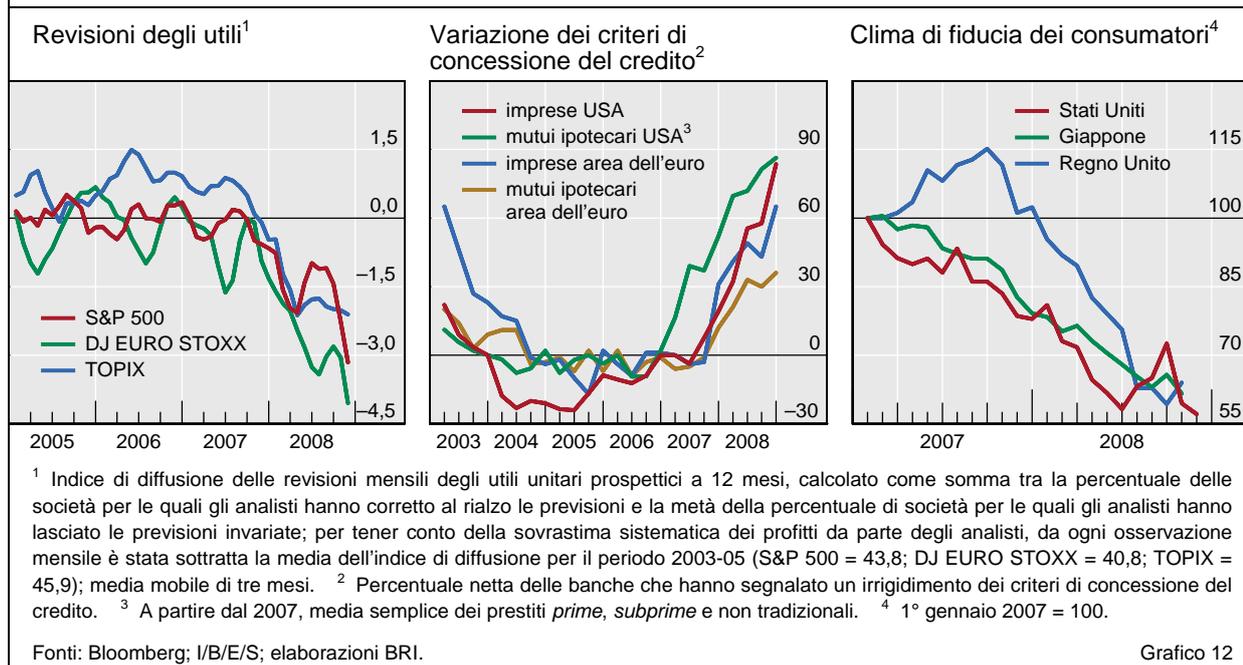


Grafico 11

Utili, criteri di concessione del credito e clima di fiducia dei consumatori



Allo stesso tempo, la liquidazione delle operazioni di *carry trade* su valute, iniziata a seguito degli eventi che hanno visto protagonista Lehman Brothers, ha ripreso slancio sulla scia dell'elevata volatilità dei mercati e del disimpegno degli investitori dai mercati delle attività rischiose (grafico 11, diagrammi di sinistra e centrale). Le valute a più basso rendimento si sono apprezzate e i rendimenti dei *carry trade* sono divenuti fortemente negativi, erodendo i guadagni accumulati in circa sei anni (grafico 11, diagramma di destra).

... e calare i mercati azionari

Anche l'andamento dei mercati azionari ha rispecchiato il peso assunto dalle paure di recessione a cavallo fra ottobre e novembre: in nessuna altra crisi dagli anni trenta si erano registrate flessioni così pronunciate. I principali indici hanno segnato cali sostanziali allorché in quasi tutte le parti del mondo gli annunci sugli utili risultavano negativi, i criteri di concessione del credito venivano inaspriti e il clima di fiducia dei consumatori peggiorava rapidamente (grafico 12). A fine novembre, malgrado l'ulteriore allentamento delle condizioni monetarie da parte di varie banche centrali e la ripresa segnata nell'ultima parte del mese, i mercati azionari internazionali avevano perso il 35% circa rispetto ai livelli di fine agosto. Di conseguenza, i rapporti prezzo/utigli relativi a molti importanti indici sono scesi su livelli non più osservati da almeno un decennio.

Il disimpegno degli investitori ...

I prezzi delle attività dei mercati emergenti hanno continuato ad aggiustarsi di riflesso alla caduta delle esportazioni, all'accesso limitato del settore privato al credito e al rapido calo delle quotazioni delle materie prime. A metà ottobre sono emersi segnali di un disinvestimento indiscriminato: il crollo della propensione al rischio e i timori per la disponibilità di credito al commercio si sono tradotti sempre più spesso nella liquidazione su larga scala delle attività dei mercati emergenti. Le pressioni sono culminate nella settimana del 21 ottobre, quando le speculazioni sulla possibilità che le autorità argentine nazionalizzassero il sistema pensionistico pubblico hanno portato

... e l'esacerbarsi dei timori per il rischio politico ...

alle stelle le preoccupazioni per il rischio politico. E ciò si è verificato nonostante che in varie economie emergenti le banche centrali avessero rafforzato le operazioni di prestito in moneta locale ed estera e annunciato l'estensione di garanzie totali o parziali a favore dei depositi bancari.

Il clima di mercato nelle economie emergenti è momentaneamente migliorato a cavallo fra fine ottobre e inizio novembre, risentendo tuttavia dei timori di recessione nel prosieguo del periodo. Gli spread dell'indice EMBIG hanno toccato i livelli più elevati dal 2002, portandosi a quasi 891 punti base il 24 ottobre, prima di ridursi di 276 punti base ai primi di novembre. Del pari, i mercati azionari emergenti hanno perso nuovamente terreno, toccando nuovi minimi il 27 ottobre. Le condizioni si sono stabilizzate soltanto dopo l'annuncio di un pacchetto di sostegno di \$25 miliardi all'Ungheria il 28 ottobre e di linee di swap in dollari fra la Federal Reserve e le autorità monetarie di Brasile, Corea, Messico e Singapore il giorno seguente (grafico 8 diagrammi di sinistra e centrale). A fine novembre i mercati creditizi e azionari delle economie emergenti avevano segnato un lieve recupero rispetto all'ultima parte di ottobre, rispecchiando l'andamento degli analoghi mercati delle economie industrializzate. Nondimeno, di riflesso alle forti perdite subite a partire da agosto, gli indici prezzo/utigli nelle economie emergenti si sono aggiustati più rapidamente di quelli negli Stati Uniti e in altri importanti mercati, e nei vari paesi le valutazioni si sono riportate sostanzialmente in linea con i livelli di lungo periodo in rapporto a quelle dei paesi industrializzati (grafico 8, diagramma di destra).

... provocano un'ondata di vendite delle attività dei mercati emergenti

Nel contempo, di fronte alle paure di recessione, i rendimenti a breve termine hanno risolutamente imboccato una traiettoria discendente. L'abbassamento dei tassi ufficiali, unitamente alla fuga verso investimenti sicuri, hanno spinto drasticamente verso il basso i rendimenti a due anni sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, portandoli a fine novembre allo 0,96 e al 2,1% rispettivamente. Del pari, sono state riviste al ribasso anche le aspettative riguardo all'evoluzione a breve termine dei tassi ufficiali. Secondo quanto indicato dai prezzi dei futures sui *federal fund*, nel caso degli Stati Uniti le attese si orientavano su un livello contenuto e sostanzialmente stabile dei tassi ufficiali per gran parte del 2009, in linea con le previsioni di una crescita depressa o negativa nei trimestri successivi (grafico 10, diagramma di sinistra). Quanto all'area dell'euro, i prezzi dell'EONIA swap segnalavano un'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento della BCE nei dodici mesi a venire (grafico 10, diagramma centrale), in parte di riflesso al maggior margine di manovra disponibile rispetto agli Stati Uniti per nuovi aggiustamenti dei tassi. In Giappone il tasso ufficiale è stato ritoccato al ribasso di 20 punti base il 31 ottobre, portandolo a 30 punti base per la prima volta dal marzo 2001. I tassi a termine giapponesi, a loro volta, segnalavano aspettative di tassi ufficiali stabili per gran parte del 2009.

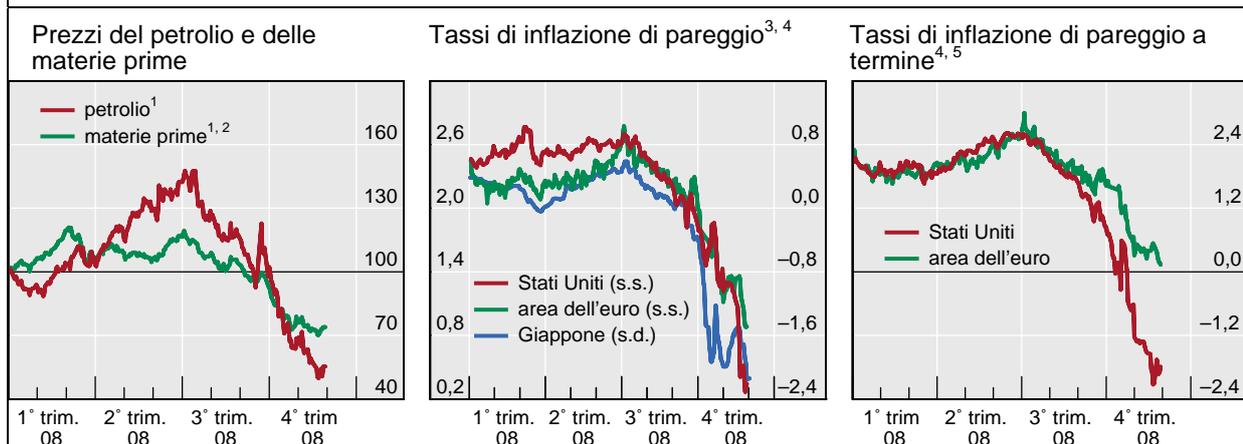
Calano i rendimenti obbligazionari ...

... di riflesso ai minori tassi ufficiali ...

In tale contesto, i tassi di inflazione di pareggio ricavati dai rendimenti delle obbligazioni nominali e indicizzate all'inflazione sono diminuiti in misura significativa per l'insieme delle scadenze. Le flessioni sono state particolarmente pronunciate negli Stati Uniti, dove il tasso di pareggio a dieci anni è sceso di 1,9 punti percentuali fra fine agosto e fine novembre, ma anche

... alle aspettative di un calo dell'inflazione ...

Prezzi delle materie prime e tassi di inflazione di pareggio



¹ 1° gennaio 2008 = 100. ² Indice CRB Non-Energy CRB. ³ Rendimento nominale meno rendimento reale delle obbligazioni decennali senza cedola. ⁴ Per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, i tassi di inflazione di pareggio ricavati dalle obbligazioni senza cedola sono calcolati secondo la metodologia descritta da R. Gürkaynak et al., "The TIPS yield curve and inflation compensation", *FEDS paper* 2008-05, Board of Governors del Federal Reserve System; per il Giappone: Bloomberg; in percentuale. ⁵ Tasso di inflazione di pareggio a termine a un anno su un orizzonte di due anni.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 13

nell'area dell'euro e in Giappone si sono osservati cali sostanziali (grafico 13, diagramma centrale). Ancora maggiori sono state le riduzioni dei tassi di pareggio sulle scadenze brevi: il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a un anno sull'orizzonte di due anni negli Stati Uniti è sceso di ben 3,5 punti percentuali nel periodo, raggiungendo livelli ampiamente negativi (grafico 13, diagramma di destra). Dal momento che i tassi di inflazione di pareggio sono normalmente considerati come indicativi delle aspettative di inflazione degli investitori, il loro decremento è apparso in linea con le percezioni di un rapido allentamento delle pressioni sui prezzi sullo sfondo di una decelerazione generalizzata a livello mondiale. Inoltre, i cali osservati nel segmento a breve della curva dei tassi di pareggio riflettevano in larga misura l'evoluzione dei prezzi del petrolio e delle materie prime, scesi rispettivamente del 50 e 30% tra fine agosto e fine novembre (grafico 13, diagramma di sinistra).

È probabile, nondimeno, che fra i principali fattori all'origine del forte calo dei tassi di pareggio vi siano stati anche l'aumento dei premi per il rischio di liquidità e le pressioni esercitate dalle vendite messe in atto dagli investitori con alto grado di leva al fine di liquidare le proprie posizioni. In effetti, la flessione dei tassi di pareggio statunitensi in settembre e ottobre è in gran parte riconducibile al maggiore aumento dei rendimenti reali rispetto a quelli nominali, a indicare che fattori di natura più tecnica potrebbero avere avuto un ruolo significativo nel determinare le dinamiche dei tassi di pareggio nel periodo in esame. Agli inizi di novembre, tuttavia, i rendimenti reali si erano stabilizzati e quelli nominali erano tornati a scendere per effetto dell'intensificarsi delle paure di recessione e dei timori per lo stato di salute del settore finanziario, esercitando rinnovate pressioni al ribasso sui tassi di pareggio.

... alla diminuzione dei prezzi delle materie prime ...

... nonché alle paure di recessione