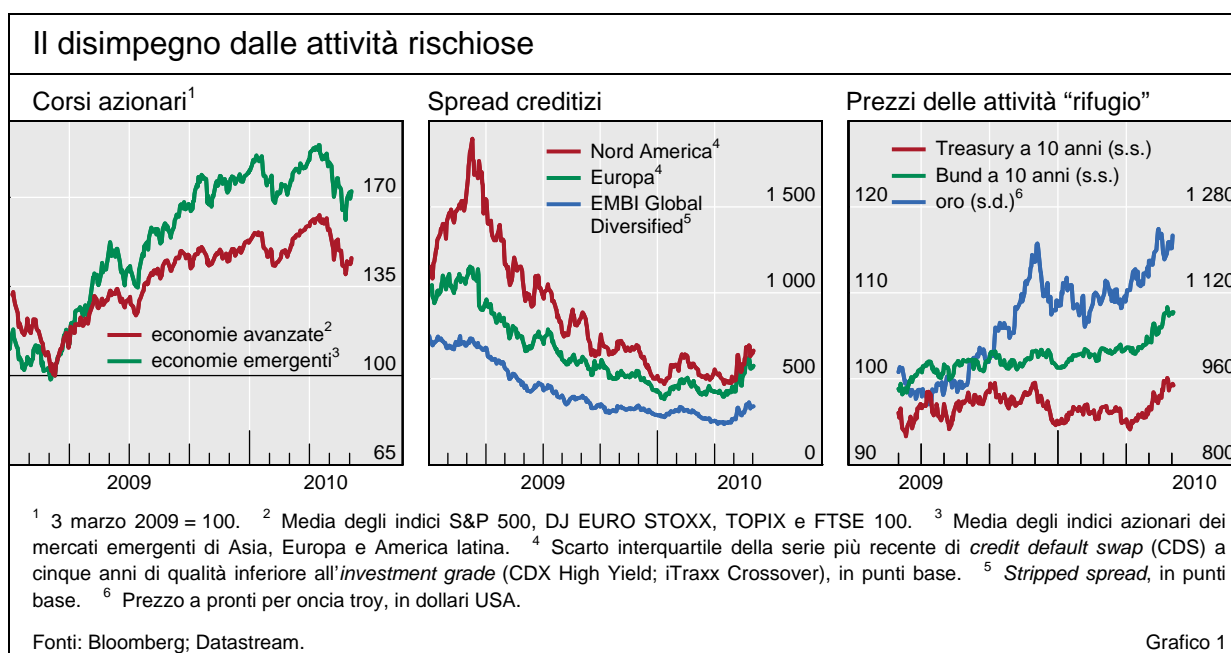


Quadro generale degli sviluppi: i timori per i conti pubblici fanno precipitare la fiducia

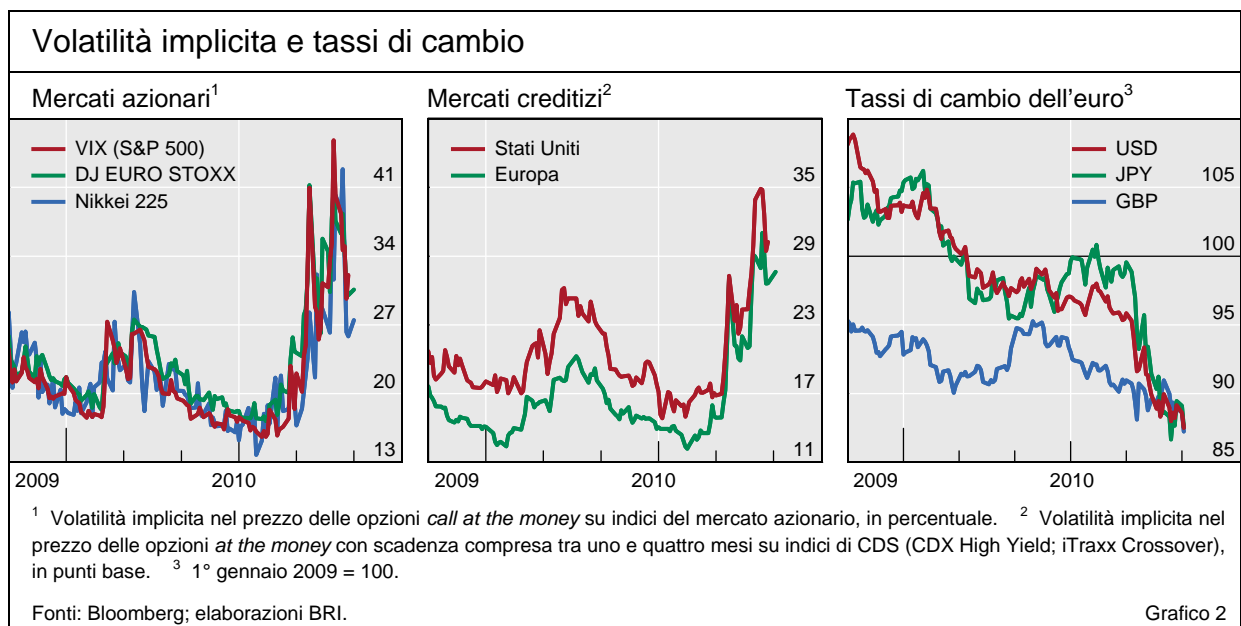
I mercati finanziari internazionali hanno evidenziato un'accentuata volatilità tra metà aprile e gli inizi di giugno, allorché i timori per i conti pubblici e il rischio di un indebolimento della crescita hanno fatto precipitare la fiducia degli investitori. Le apprensioni di questi ultimi per la sostenibilità delle finanze pubbliche si sono concentrate sui problemi della Grecia e di altri soggetti sovrani dell'area dell'euro e, di fronte alla crescente incertezza, hanno provocato un ridimensionamento delle esposizioni al rischio e la ritirata verso investimenti tradizionalmente sicuri. L'annuncio di un consistente pacchetto di salvataggio europeo ha temporaneamente arrestato il contagio nei mercati del debito sovrano in euro, ma non è riuscito a dissipare i timori per le prospettive economiche, che hanno continuato ad alimentare la fuga dalle attività rischiose, facendo ulteriormente aumentare i premi di rischio e di liquidità.

Vari sono stati gli sviluppi che hanno indotto a dubitare della solidità della crescita mondiale. Nelle economie avanzate gli investitori e gli osservatori di mercato hanno rilevato il rischio che la lievitazione del debito pubblico facesse deragliare la ripresa dell'economia. Nel contempo, il rialzo dei differenziali



Libor-OIS rifletteva i crescenti timori per la possibilità che il sistema finanziario fosse più fragile di quanto ritenuto in precedenza. L'inasprimento delle politiche economiche in Cina, Brasile e India, tra gli altri, ha messo in dubbio che le economie emergenti potessero imprimere il necessario slancio alla crescita mondiale. Il clima di fiducia è stato poi ulteriormente intaccato verso fine maggio dall'aumento del rischio geopolitico nella penisola coreana e dal secondo declassamento della Spagna, associatosi alle difficoltà emerse presso vari istituti di risparmio del paese.

Nelle sei settimane sino a fine maggio i prezzi delle attività rischiose sono calati e la volatilità è aumentata. I mercati azionari hanno segnato un ribasso nelle economie sia avanzate sia emergenti, riportando le quotazioni a livello mondiale al disotto dei valori di fine 2009 (grafico 1, diagramma di sinistra). Gli spread sulle obbligazioni societarie, rimasti complessivamente stabili per diversi mesi, si sono ampliati verso la fine di aprile (grafico 1, diagramma centrale). Dinanzi al significativo accentuarsi delle incertezze, è aumentata la domanda degli investitori per i titoli del Tesoro di Stati Uniti e Germania e per l'oro (grafico 1, diagramma di destra). Le volatilità implicite dei corsi azionari e dei differenziali di credito hanno segnato un deciso rialzo, raggiungendo nuovi massimi per l'anno in corso (grafico 2, diagrammi di sinistra e centrale). La difficile situazione di bilancio e le incertezze sulle prospettive di crescita nell'area dell'euro hanno inoltre determinato un marcato deprezzamento dell'euro nei confronti delle altre principali valute (grafico 2, diagramma di destra). A fine periodo gli investitori risultavano sempre più preoccupati per le prospettive di crescita mondiale e, di conseguenza, hanno nuovamente differito le aspettative riguardo ai tempi di normalizzazione delle politiche monetarie nelle economie avanzate.



Il rischio sovrano dell'area dell'euro contagia il resto del mondo

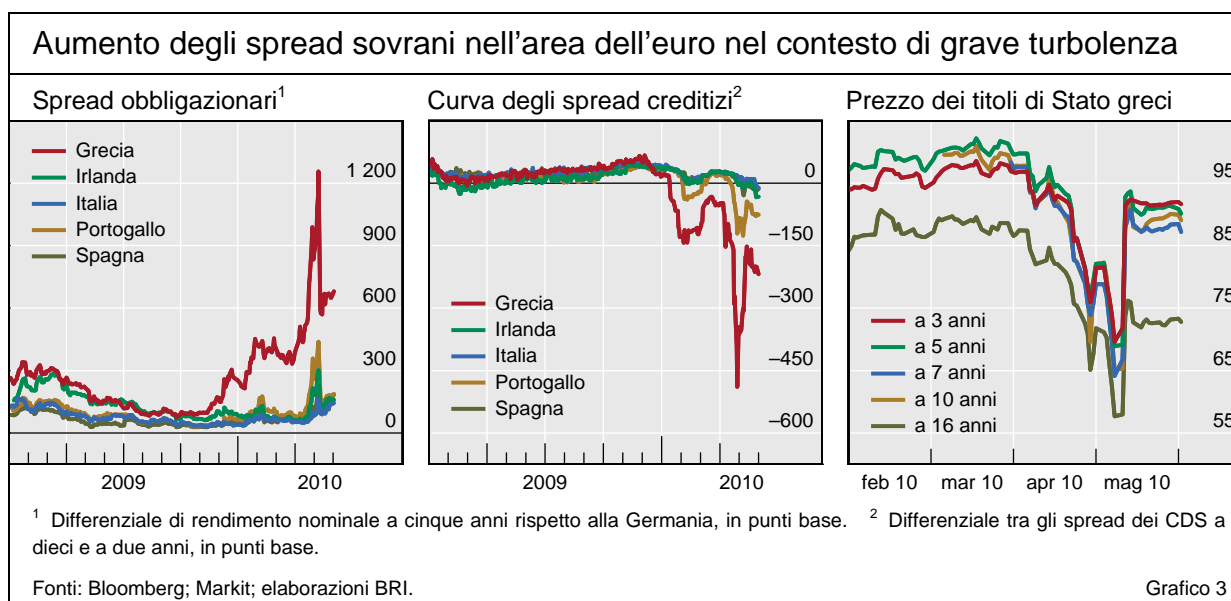
Aumentano le preoccupazioni per i conti pubblici nell'area dell'euro ...

Già dal novembre 2009 gli investitori stavano monitorando la situazione di bilancio della Grecia e di altri Stati membri dell'area dell'euro. Le loro preoccupazioni si erano tradotte in un ampliamento dei differenziali di rendimento tra le obbligazioni sovrane di tali paesi e i corrispondenti titoli tedeschi (grafico 3, diagramma di sinistra).

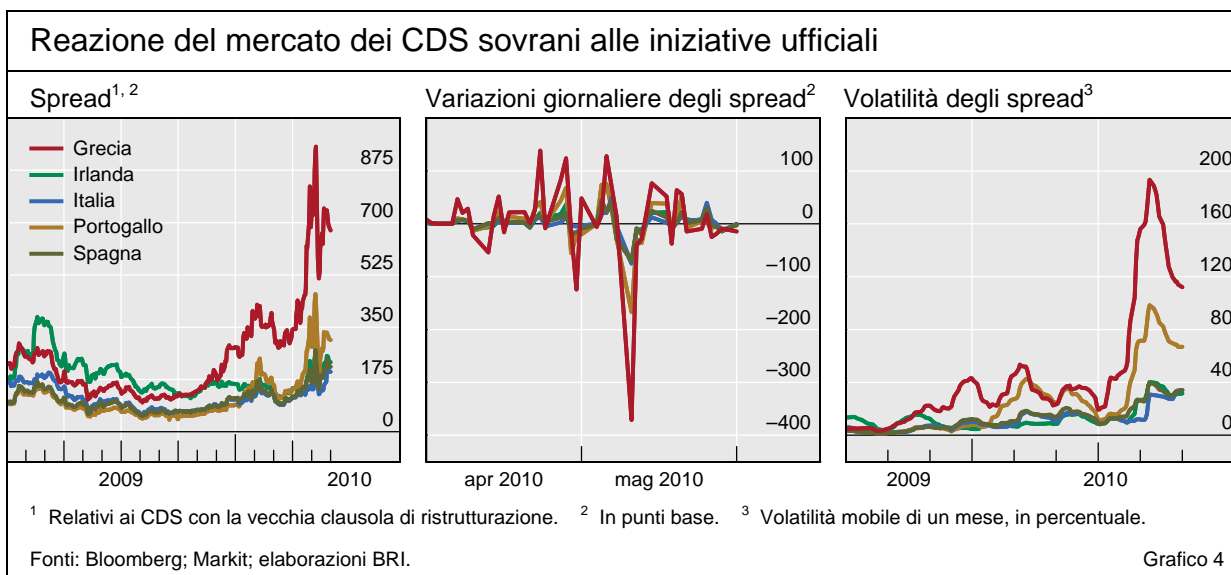
Le crescenti apprensioni per il rischio di un evento creditizio¹ sono state messe in luce per la prima volta dall'inversione della curva degli spread sui *credit default swap* (CDS) relativi alla Grecia nel mese di gennaio (grafico 3, diagramma centrale). I premi sui CDS a due anni hanno superato quelli sui CDS decennali, in linea con la percezione che il rischio di un evento creditizio fosse più elevato nel breve periodo. Al tempo stesso, l'inversione ha rispecchiato anche l'aspettativa che, se la Grecia fosse riuscita a onorare i suoi impegni nei trimestri successivi, probabilmente la situazione si sarebbe in certa misura stabilizzata, il che spiega il valore più basso degli spread medi a più lungo termine. Coerentemente con ciò, allorché i timori per l'affidabilità creditizia della Grecia si sono intensificati a fine aprile, l'inclinazione negativa della curva greca si è fatta più pronunciata. Inoltre, il prezzo dei titoli di Stato ellenici è sensibilmente diminuito, determinando ingenti minusvalenze per le banche e altri investitori (grafico 3, diagramma di destra).

... a seguito del declassamento di Grecia, Portogallo e Spagna ...

A innescare l'improvvisa perdita di fiducia del mercato è stato il declassamento a BB+ del rating sovrano della Grecia, deciso il 27 aprile da Standard & Poor's in seguito alla pubblicazione di un disavanzo pubblico superiore alle aspettative. Il contestuale abbassamento del giudizio sul Portogallo e la successiva riduzione di quello sulla Spagna hanno esacerbato il pessimismo. Alla luce del *downgrade* della Grecia e delle crescenti proteste



¹ Questa tipologia di eventi include la moratoria, il ripudio, la ristrutturazione e la maggior parte delle ridenomiazioni valutarie del debito, nonché i mancati pagamenti.

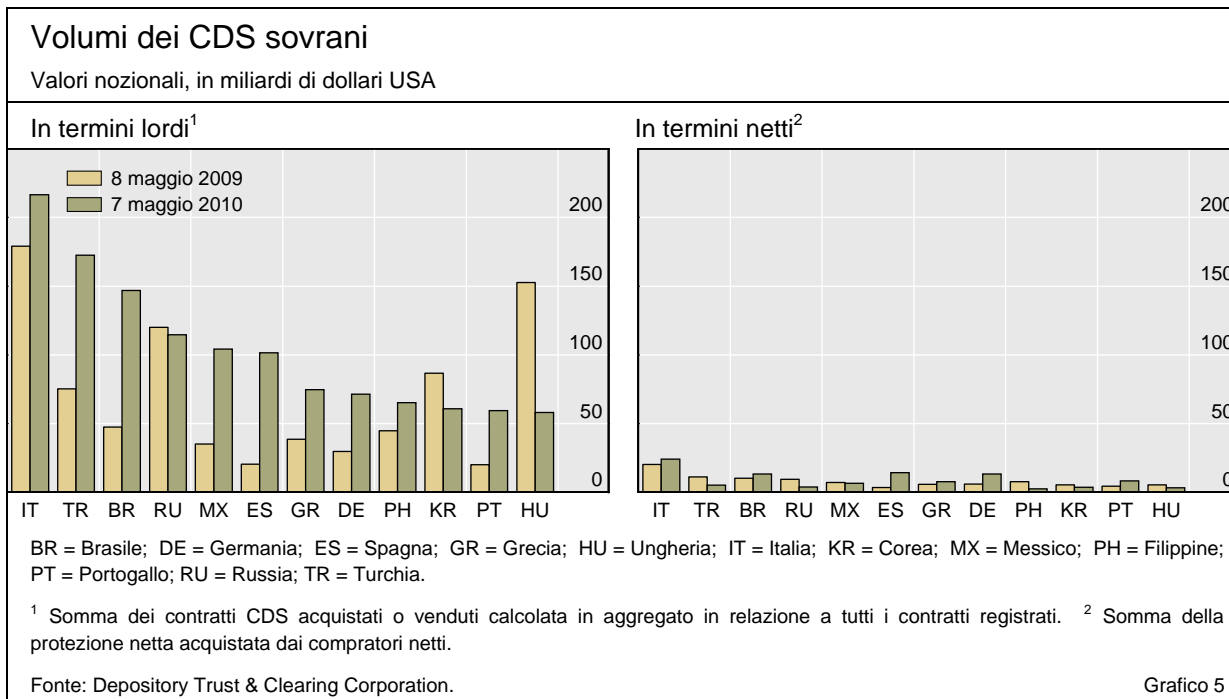


della popolazione ellenica, il piano di sostegno UE-FMI da €45 miliardi annunciato l'11 aprile è apparso insufficiente. Gli operatori hanno messo in dubbio la determinazione e la capacità delle autorità politiche di erogare gli importi previsti. Il pacchetto ampliato da €110 miliardi annunciato il 2 maggio è stato parimenti accolto con scetticismo. Nonostante la decisione della BCE di sospendere l'applicazione della soglia minima di rating per i titoli di Stato greci, le quotazioni di questi titoli sono scese a livelli critici.

Gli spread sui CDS sovrani dell'area dell'euro hanno segnato un'impennata in seguito al declassamento del 27 aprile. I premi sui contratti relativi al debito greco a cinque anni sono saliti a oltre 900 punti base, un valore simile a quelli di Argentina, Pakistan e Ucraina (grafico 4, diagramma di sinistra). Anche i differenziali sui CDS sovrani riferiti al Portogallo sono notevolmente aumentati, seppur a livelli nettamente inferiori, di riflesso alle preoccupazioni degli investitori per la situazione delle finanze pubbliche del paese. Per contro, le variazioni giornaliere degli spread sui CDS sovrani relativi a Irlanda, Italia e Spagna sono state più contenute, in linea con il diverso grado di difficoltà delle rispettive sfide fiscali (grafico 4, diagramma centrale). Lo "sganciamento" fra Grecia e Portogallo da un lato e Irlanda, Italia e Spagna dall'altro ha trovato riscontro anche nella volatilità effettiva a un mese dei premi sui rispettivi CDS (grafico 4, diagramma di destra).

... e del drastico
ampliamento degli
spread sui CDS
sovrani

Nonostante le significative oscillazioni dei differenziali sui CDS sovrani dell'area dell'euro, il rischio di credito effettivamente trasferito tramite i mercati dei CDS è stato di fatto relativamente modesto. Infatti, sebbene i volumi lordi di CDS sovrani in essere siano considerevoli e abbiano registrato un aumento negli ultimi anni (grafico 5, diagramma di sinistra), i volumi netti sono pari ad appena un decimo circa di quelli lordi (grafico 5, diagramma di destra). L'ammontare netto tiene conto del fatto che numerosi contratti si compensano vicendevolmente e non comportano pertanto un effettivo trasferimento di rischio di credito.



Chiari segni di contagio ...

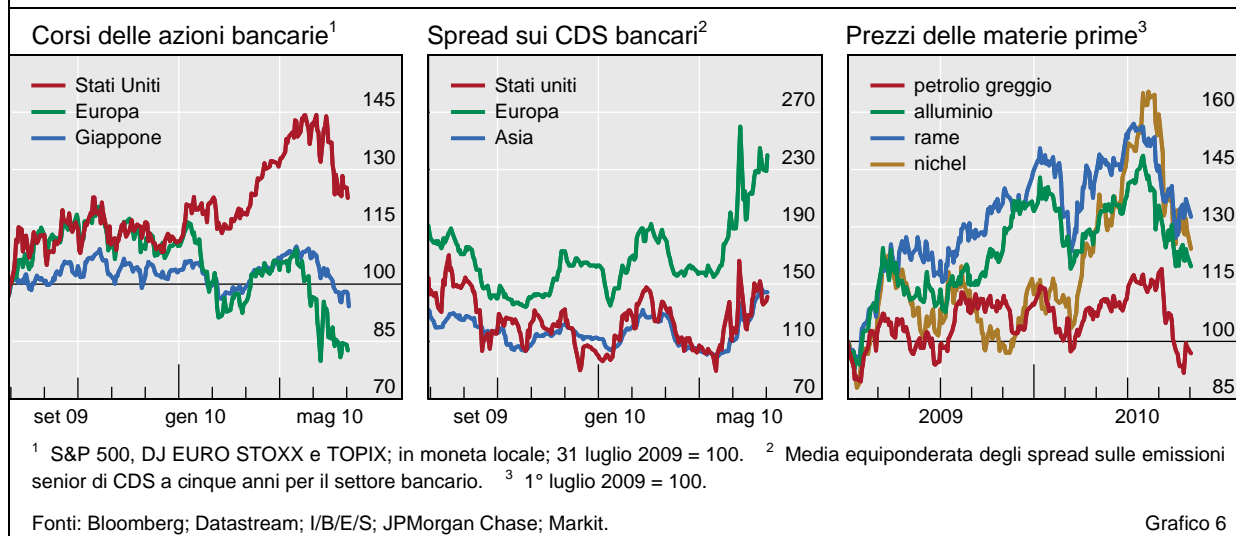
Durante la prima settimana di maggio la crisi greca si è rapidamente propagata al resto dell'Europa, determinando un ampliamento degli spread sui CDS sovrani dell'area dell'euro e dei differenziali di rendimento obbligazionari rispetto ai titoli di Stato tedeschi. I mercati azionari europei hanno segnato un ribasso, il prezzo dei *basis swap* euro/dollaro è aumentato e l'euro si è deprezzato nei confronti delle principali valute. Le analisi di mercato segnalavano che la liquidità dei mercati dei pronti contro termine su obbligazioni portoghesi, spagnole e irlandesi stava diminuendo. L'aumento del rischio sovrano ha spinto gli operatori a focalizzare l'attenzione sull'esposizione di diverse banche al debito sovrano greco, portoghese o spagnolo (cfr. pagg. 4-5 del capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale" in questa *Rassegna trimestrale BRI*).

... dall'area dell'euro ai mercati internazionali

Alla fine della settimana la crisi si era estesa al di fuori dell'Europa, provocando un'ondata di vendite nei mercati azionari e delle materie prime a livello mondiale. I corsi azionari statunitensi hanno perso il 6,4% in cinque giorni, inclusa una caduta infragiornaliera dell'8,5%, forse causata da un problema tecnico in un'operazione di *trading* automatico. I mercati azionari europei e asiatici hanno subito un crollo di entità analoga. Le quotazioni delle azioni bancarie sono precipitate e gli spread dei CDS sulle banche si sono notevolmente ampliati negli Stati Uniti, in Europa e in Asia (grafico 6, diagrammi di sinistra e centrale). L'S&P GSCI Spot Index delle materie prime ha perso l'8,5% in una settimana, trascinato al ribasso dal calo del petrolio e del rame (grafico 6, diagramma di destra).

Il protratto inasprimento delle politiche in Cina ha accentuato i timori degli investitori riguardo ai rischi al ribasso per la crescita mondiale. Il Shanghai Composite Index ha perso ancora terreno a metà aprile, dopo che il governo cinese ha annunciato nuove misure volte a raffreddare il mercato immobiliare. L'indice generale è sceso di quasi il 5% il 19 aprile, la prima giornata di

Rischio sovrano: contagio a livello mondiale



contrattazione dopo l'annuncio, mentre il sottoindice immobiliare è crollato di quasi il 7%. Il 2 maggio la People's Bank of China ha innalzato il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base, per la terza volta quest'anno. Le misure di inasprimento, unitamente alle preoccupazioni per gli sviluppi in Europa (primo mercato di sbocco per la Cina), hanno contribuito al ribasso del 17% segnato dallo Shanghai Composite Index tra metà aprile e metà maggio.

Le maggiori incertezze a livello mondiale hanno spinto gli investitori a ridurre le esposizioni al rischio e a dirigersi verso attività "rifugio". L'oro è balzato sopra i \$1 200 l'oncia, mentre gli investitori obbligazionari hanno liquidato gran parte dei titoli di Stato in euro per privilegiare la relativa sicurezza offerta dalle obbligazioni pubbliche tedesche e statunitensi. Nonostante le incertezze legate alle elezioni britanniche del 6 maggio, i rendimenti dei *gilt* sono rimasti relativamente stabili. Il franco svizzero si è fortemente apprezzato, mentre l'euro è sceso ai minimi da otto anni nei confronti dello yen e da quattro anni rispetto al dollaro statunitense.

Gli andamenti nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno contagiato anche i mercati monetari interbancari, riaccendendo i timori di un aumento del rischio di controparte e di eventuali difficoltà di provvista in dollari USA. Gli spread Libor-OIS a tre mesi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono sensibilmente aumentati, mentre gli spread a termine impliciti segnalavano incrementi ancora maggiori a venire (grafico 7, diagrammi di sinistra e centrale). Gli spread dei *basis swap* in dollari statunitensi nei confronti dello yen e della sterlina si sono ampliati, ma molto meno di quelli degli swap contro l'euro (grafico 7, diagramma di destra). Queste variazioni di prezzo indicano che le banche riscontravano difficoltà a finanziarsi in dollari.

Stando ad alcune indicazioni aneddotiche, i fondi del mercato monetario statunitensi erano riluttanti a erogare prestiti alle banche europee. L'aumento degli spread Libor-OIS e le turbative nei mercati della raccolta in dollari USA hanno richiamato alla memoria gli eventi del luglio-agosto 2007, quando i mercati monetari e interbancari internazionali avevano iniziato a dare chiari segnali di tensione (cfr. riquadro 1).

Gli investitori riducono le esposizioni al rischio ...

... e riaffiorano tensioni nei mercati monetari in dollari USA

Riquadro 1 – Ritorno al futuro? Un raffronto tra gli sviluppi recenti e la crisi finanziaria del 2007-09

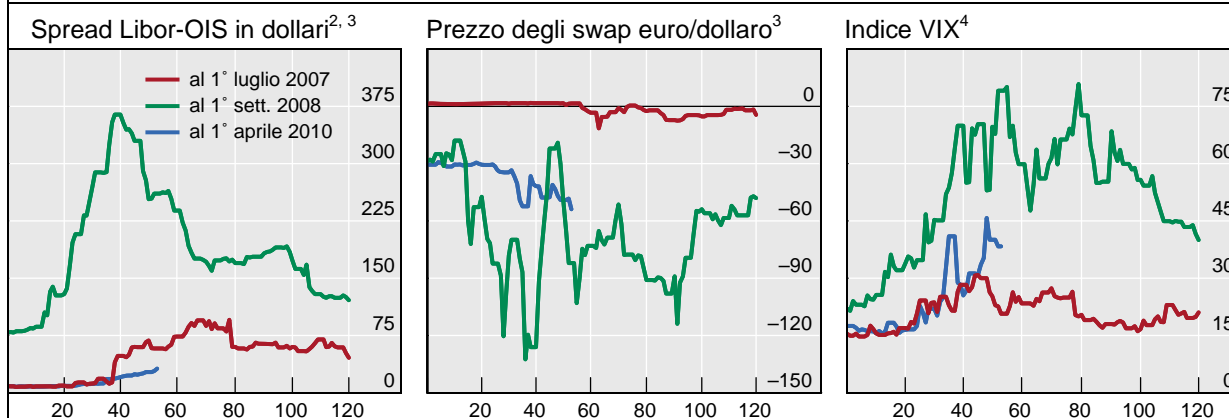
Jacob Gyntelberg e Michael R. King

Il repentino capovolgimento del clima di fiducia del mercato cui si è assistito di recente richiama alla memoria la dolorosa esperienza dell'autunno 2008, quando il fallimento di Lehman Brothers per poco non provocò l'arresto dell'attività sui mercati monetari e dei capitali. In entrambe le occasioni il clima si è rapidamente deteriorato in concomitanza con un evento scatenante. I problemi in una regione si sono propagati poi ad altre parti del mondo tramite la rete dei mercati interbancari della provvista e delle esposizioni creditorie di controparte. La volatilità si è impennata e i prezzi delle attività rischiose sono bruscamente diminuiti allorché gli investitori hanno cercato riparo in attività ritenute sicure. Nell'uno e nell'altro caso le banche centrali hanno immesso volumi eccezionali di fondi liquidi, cui ha fatto seguito l'annuncio da parte dei governi di piani di salvataggio per ripristinare la fiducia e stabilizzare il sistema finanziario.

Nonostante queste analogie, il declassamento del merito di credito della Grecia il 27 aprile e la successiva reazione del mercato sembrerebbero presentare maggiori punti in comune con l'inizio della crisi dei prestiti ipotecari *subprime* del luglio 2007 che non con il tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008. La crisi del 2007 era iniziata lentamente con la divulgazione di crescenti perdite sui mutui *subprime* e il declassamento da parte delle agenzie di rating di numerose *collateral debt obligation* (CDO) garantite da ipoteca. Con l'emergere di perdite presso diverse banche europee lo spread Libor-OIS si era ampliato, segnalando crescenti timori per il rischio di credito di controparte (grafico A, diagramma di sinistra). Nei mesi successivi le banche europee hanno incontrato difficoltà nel finanziare i loro portafogli in dollari USA, come mostrano le disfunzioni nei mercati degli swap in valuta a partire dal settembre 2007 (grafico A, diagramma centrale). Mentre i prezzi delle azioni hanno continuato a salire fino a metà ottobre, la volatilità implicita del mercato azionario è andata aumentando da luglio in poi, come rispecchia il trend ascendente dell'indice VIX (grafico A, diagramma di destra).

Le attuali tensioni di mercato si sono accompagnate a un aumento della volatilità azionaria analogo a quello osservato nella seconda metà del 2007, ma a un ampliamento più graduale degli spread Libor-OIS. Nonostante il recente rialzo a circa 30 punti base, infatti, gli spread in dollari USA a tre mesi restano ben inferiori ai livelli registrati a partire dall'agosto 2007. L'attuale ascesa dell'indice VIX ha inizialmente seguito la traiettoria del luglio 2007, ma si è poi accentuata improvvisamente, come nel settembre 2008. Mentre i *cross-currency basis swap* segnalano che le banche stanno incontrando difficoltà a finanziarsi in dollari USA, la limitata partecipazione alle aste in tale divisa organizzate da Banca centrale europea, Bank of England e Banca nazionale svizzera fa ritenere che il problema riguardi più il rischio di credito di controparte che non l'accesso al finanziamento in valuta estera. Contrariamente al luglio 2007, all'inizio dell'episodio recente il prezzo degli swap euro/dollaro USA si collocava già su livelli indicativi di tensioni nei mercati dei finanziamenti a valute incrociate. Il punto di partenza è stato simile a quello dei primi di settembre 2008, ma nel presente episodio lo spread si è allargato molto meno in risposta al peggioramento delle condizioni di mercato.

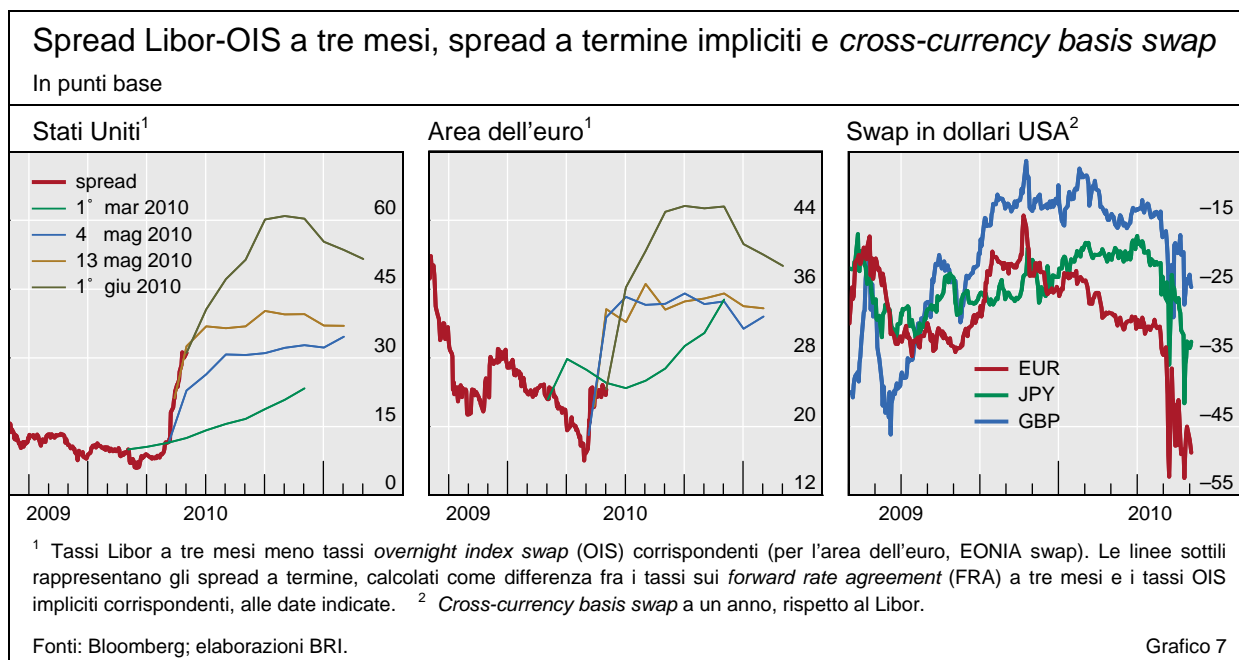
Indicatori di stress in tre episodi a confronto¹



¹ Sull'asse delle ascisse è riportato il numero dei giorni di calendario. ² Tasso Libor a tre mesi meno tasso *overnight index swap* (OIS) corrispondente. ³ In punti base. ⁴ Indice VIX (S&P 500); volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call at the money* su indici azionari, in percentuale.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico A



Il contagio è temporaneamente arrestato dagli interventi delle autorità

Memori dell'esperienza delle turbolenze del 2008, le autorità hanno anticipato l'esito che avrebbero potuto avere queste tensioni e sono intervenute per scongiurare una crisi di fiducia globale. La loro azione si è concretizzata in un pacchetto di salvataggio da €750 miliardi annunciato nelle prime ore di lunedì 10 maggio (cfr. riquadro 2). La BCE ha sostenuto tale iniziativa decidendo di acquistare obbligazioni pubbliche e private dell'area dell'euro nei mercati secondari, al fine di contribuire al ripristino della loro liquidità. In base alle indicazioni, agli inizi di giugno la BCE aveva già acquistato titoli di Stato dell'area dell'euro per €40 miliardi, sterilizzando tali interventi tramite aste di depositi a scadenza fissa a una settimana. La BCE ha inoltre ampliato le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

Anche la Federal Reserve si è adoperata per attenuare parte delle tensioni nei mercati della provvista interbancaria in dollari USA, riattivando gli accordi temporanei di swap in dollari con le principali banche centrali per importi analoghi a quelli precedenti (\$30 miliardi per la Bank of Canada e importo illimitato per le altre quattro banche centrali interessate) con una durata autorizzata sino alla fine di gennaio 2011.

La reazione immediata dei prezzi delle attività successivamente a questi annunci ha fatto ritenere in un primo momento che il contagio della crisi greca fosse stato fermato. Gli spread sul debito sovrano in euro si sono nettamente ridotti, l'euro si è apprezzato e i mercati azionari internazionali hanno segnato un rialzo. La situazione nei mercati monetari europei è migliorata, e il differenziale tra i tassi EONIA ed Eurepo si è ridotto, in particolare per i titoli di Stato italiani. Le condizioni di liquidità in dollari USA si sono allentate, portando a un restringimento di 10 punti base dello spread dei *basis swap* euro/dollaro. I

Il piano di salvataggio UE-FMI ...

... arresta il contagio nell'area dell'euro ...

Riquadro 2 – Iniziative delle autorità per evitare una crisi globale di fiducia

Michael Davies e Jacob Gyntelberg

Negli ultimi mesi sono andati aumentando i timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di diversi paesi dell'area dell'euro. In aprile il governo greco si è scontrato con difficoltà e costi sempre maggiori nel collocamento di titoli di debito. Il 2 maggio l'Unione europea (UE) e l'FMI hanno annunciato un pacchetto di sostegno congiunto di €110 miliardi a favore della Grecia. Nondimeno, nei giorni successivi i timori del mercato in merito alla Grecia e a diversi altri paesi dell'area dell'euro si sono intensificati, causando un grave deterioramento delle condizioni sui mercati finanziari europei con manifesti effetti di contagio ad altri mercati finanziari. Il 9-10 maggio la UE, l'FMI, la BCE e altre importanti banche centrali hanno annunciato una serie di iniziative miranti a ripristinare la fiducia sui mercati finanziari.

Unione europea

Il meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria annunciato dall'UE consta di due elementi. Il primo è una linea di credito addizionale che integra il già esistente meccanismo di sostegno delle bilance dei pagamenti per gli Stati membri che non fanno parte dell'area dell'euro, dotato di €50 miliardi. Il secondo è un nuovo fondo europeo di stabilizzazione finanziaria, l'European Financial Stabilisation Facility (EFSF), strutturato come società a responsabilità limitata. Entrambi forniranno finanziamenti ai paesi in difficoltà nella raccolta di fondi esterni, normalmente con la partecipazione di organizzazioni internazionali come l'FMI e subordinatamente all'adozione di programmi di aggiustamento economico e di bilancio. Il meccanismo europeo di stabilizzazione di €60 miliardi è accessibile a tutti i 27 Stati membri della UE e sarà finanziato con emissioni obbligazionarie della Commissione europea, garantite implicitamente dal bilancio della UE. Il suo ampliamento non richiede l'approvazione dei parlamenti nazionali. L'EFSF, dotato di €440 miliardi, può concedere prestiti a ciascuno dei 16 paesi appartenenti all'area dell'euro. In base alle indicazioni disponibili, la sua copertura sarà garantita dagli stessi paesi dell'area in base alla rispettiva quota sul capitale versato della BCE. Le garanzie dovranno essere approvate dai parlamenti nazionali ed entreranno in vigore quando avranno ottenuto l'approvazione di un numero di paesi rappresentativo di almeno il 90% delle quote dell'EFSF. Il debito dell'EFSF dovrebbe ricevere un rating pari alla tripla A.

Fondo monetario internazionale

L'FMI si è dichiarato pronto a collaborare con l'UE nel sostenere i paesi europei in difficoltà. Su richiesta dei singoli paesi, l'FMI fornirà assistenza finanziaria che sarà decisa caso per caso, in

Principali caratteristiche del meccanismo europeo di stabilizzazione

	Meccanismo europeo di stabilizzazione	European Financial Stabilisation Facility
Caratteristiche del dispositivo		
Dotazione	€60 miliardi	€440 miliardi
Struttura delle garanzie	Bilancio dell'UE	Riserva cuscinetto più garanzia del 120% delle obbligazioni emesse, pro rata in base alla quota di ciascun paese dell'area dell'euro
Approvazione dei parlamenti nazionali	No	Sì
Caratteristiche dei prestiti		
Accesso ai prestiti	Stati membri dell'UE	Paesi dell'area dell'euro
Condizioni per il mutuatario	Programma di aggiustamento economico e fiscale	Programma di aggiustamento economico e fiscale
Partecipazione di organizzazioni internazionali	Sì	Sì

Fonti: Commissione europea; Consiglio dell'Unione europea; notizie di stampa; BRI.

Tabella A

conformità con le procedure stabilite per la concessione di prestiti e congiuntamente al nuovo meccanismo europeo di stabilizzazione. Il Fondo ha precisato che il suo contributo sarà sostanzialmente proporzionale a quello offerto nei recenti accordi europei (all'incirca un terzo del finanziamento totale) e sarà sottoposto a programmi di aggiustamento economico e fiscale.

Banca centrale europea

La BCE ha annunciato che acquisterà titoli di debito del settore pubblico e privato dell'area dell'euro sui mercati secondari per ridare spessore e liquidità a tali mercati. Tali acquisti saranno sterilizzati per evitare un aumento delle riserve bancarie. Al 4 giugno 2010 la BCE aveva acquistato titoli pubblici dell'area dell'euro per un valore di €40 miliardi.

La BCE ha inoltre esteso le sue operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in modo da migliorare l'accesso delle banche ai fondi a più lunga scadenza. Per le regolari aste a tre mesi (26 maggio e 30 giugno) è stata ripristinata la procedura a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. Ciò significa che in ciascuna asta la BCE fornirà alle istituzioni finanziarie liquidità illimitata al tasso di interesse fisso stabilito. Per il 12 maggio è stata inoltre annunciata un'asta a sei mesi, anch'essa a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

Linee di swap fra le banche centrali

La Federal Reserve ha riattivato temporaneamente le linee di swap in dollari USA con la BCE, la Bank of England, la Bank of Canada, la Banca nazionale svizzera e la Bank of Japan per contribuire ad allentare le condizioni tese sui mercati della raccolta in dollari ed evitare la propagazione delle tensioni ad altri mercati e centri finanziari. Le linee di swap fra le banche centrali avevano attenuato sensibilmente le disfunzioni nei mercati della raccolta transfrontalieri a cavallo fra il 2008 e il 2009. Le linee attuali hanno le stesse dimensioni di quelle annunciate in precedenza (\$30 miliardi per la Bank of Canada e illimitate per le restanti quattro banche centrali) e sono state autorizzate fino al gennaio 2011. Al 2 giugno 2010 la BCE e la Bank of Japan avevano consistenze in essere rispettivamente per \$6,4 miliardi (in calo da un massimo di \$9 miliardi) e \$0,2 miliardi. La Banca nazionale svizzera e la Bank of England hanno tenuto aste in dollari USA senza tuttavia erogare fondi, mentre la Bank of Canada non ha ancora indetto aste.

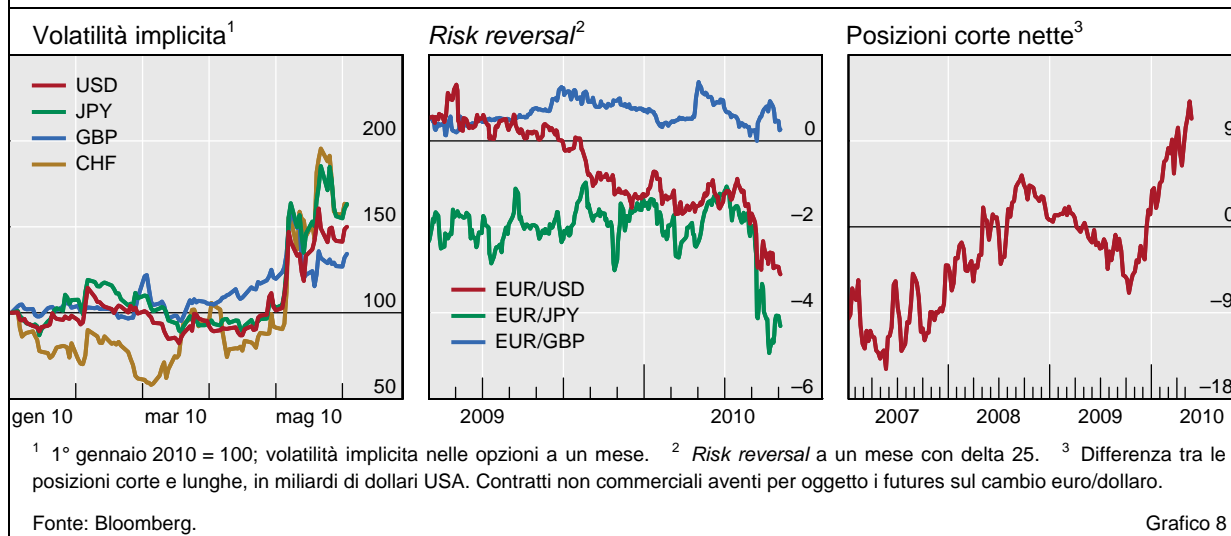
differenziali di credito più in generale si sono parimenti ridotti, con una netta flessione degli indici di CDS su obbligazioni societarie europee. Il flusso di investimenti verso attività "rifugio" osservato la settimana precedente ha segnato un'inversione, inducendo un aumento dei rendimenti sui titoli di Stato tedeschi e statunitensi e un ribasso dell'oro e del franco svizzero.

Il recupero dei mercati si è tuttavia rivelato temporaneo, poiché la fiducia degli investitori si è rapidamente deteriorata a causa dei timori per le possibili interazioni tra indebitamento pubblico e crescita. Gli spread sui titoli di Stato dei paesi periferici dell'area dell'euro si sono ampliati, nonostante gli acquisti effettuati dalle banche centrali nazionali. L'euro si è deprezzato e la sua volatilità nei confronti delle altre principali valute si è notevolmente accentuata (grafico 8, diagramma di sinistra). Le apprensioni degli investitori per l'eventualità di un protratto deprezzamento dell'euro hanno trovato riscontro nell'aumento del costo di copertura dal rischio di flessione della moneta unica (grafico 8, diagramma centrale) e nel rapido incremento delle posizioni corte nette sull'euro di operatori non commerciali (grafico 8, diagramma di destra).

Parallelamente al calo della fiducia, si è ridotta anche l'attrattiva delle attività rischiose agli occhi degli investitori, compresa quella delle posizioni di *carry trade* aventi come valuta di investimento le monete di paesi esportatori di materie prime, come il dollaro australiano, la corona norvegese e il real brasiliano. Queste ultime si erano apprezzate nei mesi precedenti sulla scia

... ma la tregua ha vita breve

Escalation dei timori riguardo all'euro



delle attese che le rispettive economie avrebbero particolarmente beneficiato della ripresa mondiale. Per giunta, questi paesi avevano cominciato a innalzare i tassi ufficiali, il che aveva determinato un ampliamento dei differenziali di interesse rispetto al dollaro statunitense, allo yen giapponese e al franco svizzero, fra le altre valute.

Nonostante il contesto complessivamente negativo, le aste di titoli di Stato condotte da Italia, Portogallo, Irlanda e Spagna nella seconda metà di maggio sono state accolte da una domanda sostenuta. Inoltre, malgrado le evidenti tensioni nei mercati dei finanziamenti in dollari USA, la partecipazione alle aste di dollari della BCE è stata contenuta, dando luogo ad appena €1 miliardo di prestiti in dollari a 84 giorni a favore di sei controparti. Nelle aste a sette giorni della Bank of England e della Banca nazionale svizzera (BNS) non sono state formulate offerte, mentre quelle in dollari USA a più lungo termine della BNS e della Bank of Japan hanno incontrato scarso interesse. Il modesto grado di partecipazione indica che le banche erano maggiormente preoccupate per il rischio di credito di controparte che non per l'accesso al finanziamento in dollari.

Allorché gli investitori cercavano di comprendere la situazione in rapida evoluzione dell'area dell'euro, diverse iniziative di regolamentazione del settore finanziario hanno esacerbato una situazione già complessa. Il 18 maggio i ministri finanziari della UE hanno concordato di imporre maggiori vincoli agli hedge fund e alle società di *private equity* operanti in Europa. Più tardi nella stessa giornata l'autorità di vigilanza tedesca BaFin ha colto di sorpresa i mercati, annunciando unilateralmente restrizioni immediate sulle vendite allo scoperto "nude", ossia effettuate senza disporre del titolo, da parte di operatori diversi dai *market-maker* in Germania². La misura è stata motivata dalla "straordinaria volatilità dei titoli di debito di paesi dell'area dell'euro" e dal significativo ampliamento degli spread sui CDS sovrani dell'area. Benché di

² Il divieto riguardava i titoli di Stato dell'area dell'euro, i CDS su tali strumenti e le azioni di alcune società finanziarie tedesche.

Gli annunci delle autorità di regolamentazione accrescono le complessità

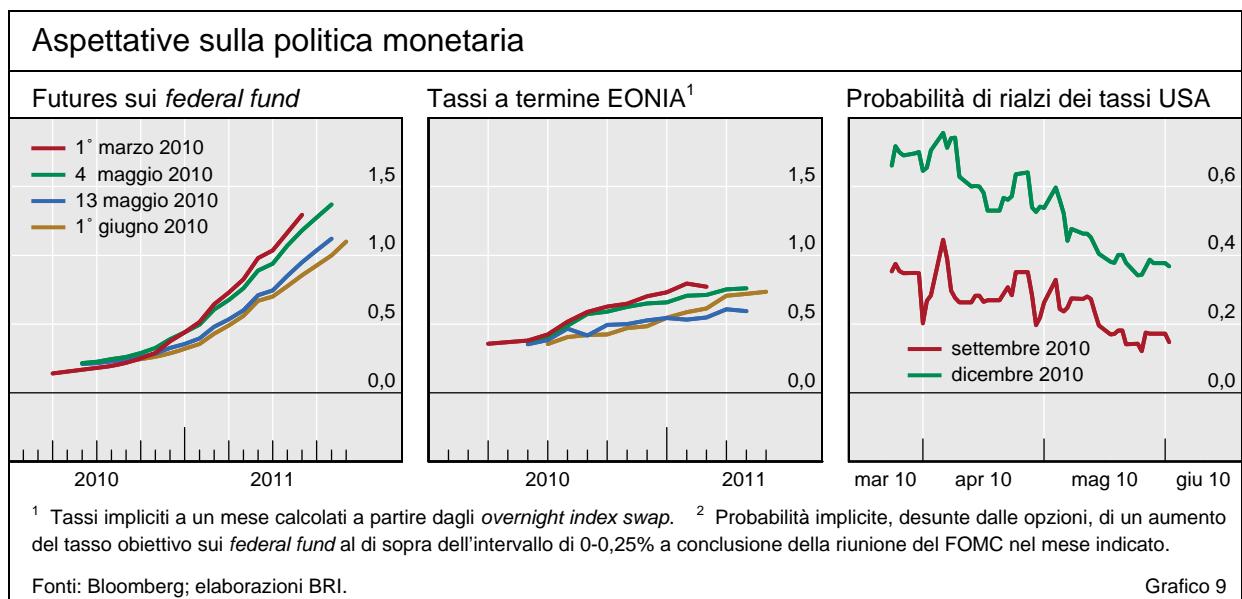
portata limitata, il divieto ha temporaneamente accentuato le pressioni delle vendite allo scoperto in altri mercati, determinando un ribasso delle azioni bancarie francesi, spagnole e tedesche. Il 20 maggio il Senato degli Stati Uniti ha approvato la riforma del settore finanziario contenente diverse misure volte a limitare l'assunzione di rischio da parte delle grandi banche.

Posticipate le attese di un inasprimento monetario negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

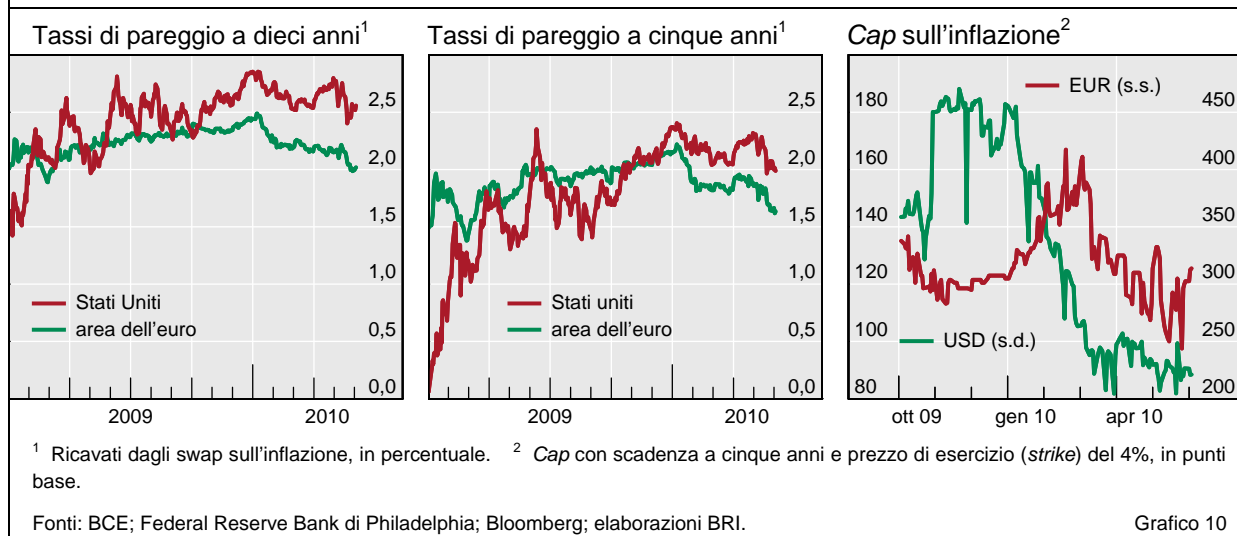
Con l'intensificarsi dei dubbi sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale, gli operatori hanno differito le aspettative sui tempi dell'inasprimento monetario nelle principali economie avanzate. Negli Stati Uniti i futures e le opzioni sui *federal fund* indicavano che il primo rialzo dei tassi non era previsto prima della fine del primo trimestre 2011 (grafico 9, diagramma di sinistra) e che le probabilità di un innalzamento nei mesi di settembre e dicembre 2010 erano in calo (grafico 9, diagramma di destra). I tassi a termine in Europa segnalavano un analogo differimento delle attese del primo rialzo dei tassi della BCE al 2011 inoltrato (grafico 9, diagramma centrale). La revisione delle aspettative sulla politica monetaria rifletteva in parte le dichiarazioni delle due banche centrali, che indicavano di non prevedere incrementi dei tassi nel breve periodo, nonché i timori degli investitori che la volatilità delle condizioni di mercato potesse far deragliare l'incipiente ripresa economica. Un ulteriore motivo alla base delle mutate attese del mercato era il previsto risanamento dei conti pubblici in diversi paesi e i suoi possibili effetti contrattivi.

Le aspettative sui tempi della stretta monetaria sono nuovamente differite ...

In questo contesto di maggiore incertezza, l'attenzione degli operatori è stata monopolizzata dal deterioramento delle condizioni sui mercati finanziari e ha spesso ignorato le notizie macroeconomiche positive. Negli Stati Uniti, in particolare, sono stati pubblicati dati favorevoli sulle prospettive del mercato del lavoro e sulla spesa per consumi. Il rapporto sull'occupazione di aprile, ad esempio, indicava un incremento degli occupati nei settori non agricoli pari a 290 000 unità, ossia 100 000 più del previsto, ma il giorno della sua



Prospettive di inflazione



pubblicazione l'indice S&P500 ha perso l'1,5%. Altre notizie positive relative agli Stati Uniti e ad altre economie hanno destato un interesse scarso o nullo dei mercati.

... a seguito dell'aumento dei dubbi sulla ripresa mondiale

Le aspettative di inflazione in questo periodo sono rimaste saldamente ancorate nelle principali economie avanzate. In numerosi casi, i dati sull'inflazione effettiva sono risultati inferiori alle attese (con l'eccezione del Regno Unito), e negli Stati Uniti i prezzi al consumo hanno registrato in aprile una flessione imprevista. I tassi di inflazione di pareggio sono rimasti sostanzialmente stabili negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, come indicato dal prezzo degli swap sull'inflazione (grafico 10, diagrammi di sinistra e centrale). Inoltre, le quotazioni dei derivati sull'inflazione non segnalavano un aumento dei timori che la crescita dei prezzi si sarebbe collocata su livelli elevati; i prezzi dei *cap* sull'inflazione *out of the money* a cinque anni relativi all'area dell'euro e agli Stati Uniti sono rimasti stabili o sono andati diminuendo dall'inizio dell'anno (grafico 10, diagramma di destra). Questi indicatori contrastavano con le analisi del mercato secondo cui la decisione della BCE di acquistare titoli di Stato dell'area dell'euro avrebbe potuto danneggiare la credibilità della banca centrale nella lotta all'inflazione.

Con l'ulteriore differimento delle attese sui rialzi dei tassi ufficiali nelle principali economie sviluppate, la pendenza delle curve dei rendimenti è rimasta eccezionalmente accentuata, nonostante la flessione dei rendimenti *benchmark* a lungo termine per effetto delle riallocazioni di portafoglio a favore di titoli più sicuri (grafico 11, diagramma di sinistra). La recente turbolenza nei mercati finanziari ha tuttavia determinato un aumento delle incertezze in merito ai tassi di interesse futuri, come indicato dalle maggiori volatilità implicite nelle *swaption* (grafico 11, diagramma centrale). Le operazioni di *carry trade* sulla curva dei rendimenti sono pertanto divenute molto meno interessanti in termini di rapporto rischio/rendimento (grafico 11, diagramma di destra).

Riquadro 3 – L'aumento del debito pubblico USA nei portafogli ufficiali

Robert N. McCauley

La Federal Reserve ha concluso gradualmente il suo vasto programma di acquisizioni obbligazionarie a fine marzo 2010, quando ha effettuato l'ultimo acquisto di titoli con garanzia ipotecaria (*mortgage-backed securities*, MBS) emessi da enti federali. Ciò non implica tuttavia che venga meno l'effetto di contenimento dei tassi obbligazionari esercitato da queste acquisizioni. Secondo Gagnon et al. (2010)[®], l'impatto dipende dallo stock di titoli del Tesoro e di enti governativi ("debito pubblico") USA detenuto dalla Federal Reserve, e non dal flusso dei suoi acquisti. Secondo questa logica, le consistenze di debito pubblico USA nelle mani dei gestori di attività sovrane al di fuori degli Stati Uniti potrebbero esercitare un impatto analogo sui rendimenti. Complessivamente, oltre il 40% dei titoli del Tesoro e di enti governativi USA figura nei portafogli di enti pubblici statunitensi e di istituzioni ufficiali estere, che hanno probabilmente assorbito più del 50% dell'offerta netta dalla metà del 2008. Su base ponderata per la *duration*, la crescita è stata anche maggiore, il che amplificherebbe l'eventuale impatto sui rendimenti a lungo termine.

Le motivazioni che hanno indotto a incrementare le disponibilità ufficiali sono state naturalmente diverse. Dal canto suo, la Federal Reserve, insieme al Tesoro USA, ha acquistato obbligazioni allo scopo di abbassare i tassi sui mutui e su altri strumenti a lungo termine a beneficio dei prenditori privati. Questa motivazione dovrebbe diminuire e invertirsi con il tempo. In effetti, i

Disponibilità ufficiali di titoli pubblici USA

In miliardi di dollari USA e in percentuale

	Giugno 2007	Giugno 2008	Giugno 2009	Dicembre 2009	Marzo 2010
Titoli del Tesoro, in essere	4 705	5 056	6 950	7 591	8 000
Autorità estere	1 611	1 910	2 624	2 705	2 707
Federal Reserve	791	479	657	777	777
Titoli di agenzie federali, in essere	7 102	7 885	8 144	8 113	8 113
Autorità estere	830	1 097	829	746	719
Federal Reserve	0	0	559	1 068	1 238
Agenzie federali	688	854	949	925	925
Tesoro ¹	0	0	165	226	226
Debito pubblico totale	11 807	11 506	15 093	15 703	16 113
Autorità estere	2 441	3 007	3 453	3 450	3 426
Federal Reserve, agenzie, Tesoro	1 479	1 333	2 329	2 995	3 165
Disponibilità ufficiali totali	3 920	4 340	5 782	6 446	6 592
<i>Per memoria: riserve bancarie presso la Federal Reserve</i>	17	34	661	977	1 051
<i>Per memoria:</i>					
<i>Autorità estere</i>	20,7%	26,1%	22,9%	22,0%	21,3%
<i>Fed, agenzie, Tesoro</i>	12,5%	11,6%	15,4%	19,1%	19,6%
<i>Disponibilità ufficiali totali</i>	33,2%	37,7%	38,3%	41,0%	40,9%

¹ Non comprende i \$126 miliardi di azioni privilegiate di Fannie Mae e Freddie Mac detenute dal Tesoro a fine marzo 2010.

Fonti: Federal Reserve *Flow of Funds*; Dipartimento del Tesoro, Federal Reserve Bank di New York, Board of Governors del Federal Reserve System, *Surveys of foreign portfolio holdings as of June 30, 2007, 2008 e 2009* (aprile 2008, 2009, 2010) aggiornati in base al comunicato H4.1 della Federal Reserve; dati mensili del Treasury International Capital; statistiche della Federal Housing Finance Agency sugli MBS di agenzie federali detenuti dal Tesoro.

Tabella A

verbali della riunione del Federal Open Market Committee del 27-28 aprile 2010 riferiscono che la maggioranza era favorevole a un programma quinquennale di vendite obbligazionarie e a un calendario di cessioni da effettuarsi dopo il rialzo del tasso ufficiale a breve termine. Per i detentori ufficiali esteri di debito pubblico USA le motivazioni sono molteplici, così come del resto le scelte lungo l'arco del ciclo dei tassi di interesse. Essi incrementano e riducono tali consistenze per una serie di finalità, comprese quelle di contrastare l'apprezzamento e il deprezzamento del cambio e di disporre di una garanzia contro richieste improvvise di valuta estera. Mentre molte banche centrali hanno impiegato le loro riserve valutarie durante la crisi per sostenere le rispettive monete e fornire liquidità in dollari al settore privato, le disponibilità ufficiali estere di titoli pubblici USA sono risultate in aumento negli anni coperti dalle indagini del giugno 2008 e giugno 2009.

Nell'insieme, la quota di debito pubblico USA in mano a istituzioni ufficiali si è accresciuta. Prima dell'inizio della crisi le autorità estere e la Federal Reserve detenevano complessivamente circa un terzo dei titoli totali del debito pubblico (soprattutto titoli del Tesoro). Da allora tale quota è salita a oltre il 40%. Lo sviluppo di maggior rilievo è stato l'aumento di 7 punti percentuali, a circa il 20%, della quota detenuta dal settore pubblico USA. Esso è dovuto principalmente all'acquisto per oltre \$1,4 trilioni di titoli di agenzie federali (perlopiù MBS) da parte della Federal Reserve. Il volume di titoli del Tesoro USA detenuti dalla Federal Reserve ha invece fornito un contributo nel complesso modesto. La quota delle autorità estere è rimasta sostanzialmente stabile intorno al 20%, poiché il calo nelle consistenze di titoli delle agenzie federali pare essere stato più che compensato dall'aumento delle posizioni in titoli del Tesoro USA[®].

La crescita della quota di debito pubblico USA detenuta da istituzioni ufficiali non rende pienamente ragione dello spostamento in termini di *duration*. L'indagine più recente mostra che la metà delle disponibilità ufficiali estere di titoli del Tesoro USA ha una vita residua pari o inferiore a tre anni e che la scadenza media è di 48 mesi, appena inferiore a quella dell'insieme di tali titoli. Mentre al riguardo la Federal Reserve mirava tradizionalmente a una neutralità di mercato, nelle recenti acquisizioni obbligazionarie "la composizione degli acquisti è stata orientata verso titoli a scadenza o *duration* più lunga, al fine di accrescere l'effetto di equilibrio di portafoglio e di abbassare i tassi di interesse a più lunga scadenza" (Gagnon et al. (2010), pag. 10). Nella fattispecie, gli acquisti della Federal Reserve di MBS si sono concentrati su strumenti recenti al 4 e 4,5% con *duration* particolarmente lunga.

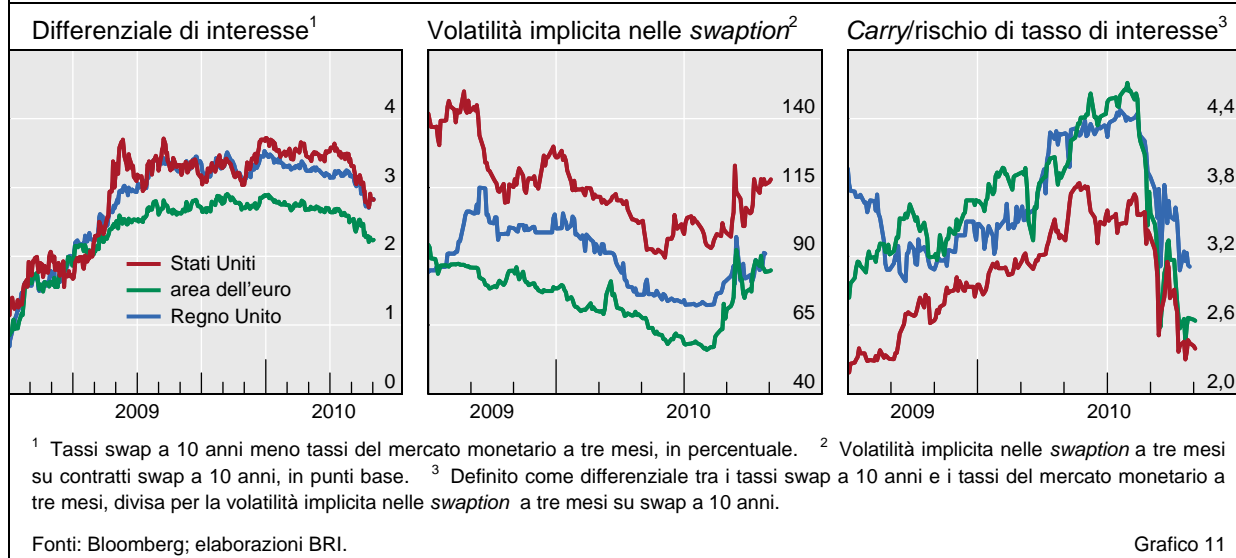
In sintesi, sulla base delle evidenze disponibili gli ingenti acquisti ufficiali USA di titoli di agenzie federali hanno portato a oltre due quinti la quota del crescente debito pubblico USA in mano a un numero relativamente ristretto di istituzioni pubbliche[®], le quali hanno quindi assorbito gran parte del forte aumento del debito pubblico USA a partire dal 2008.

[®] J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache e B. Sack, "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?", Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 441, marzo 2010. [®] La tabella attinge principalmente alle indagini annuali sulle consistenze, che richiedono ai depositari informazioni dettagliate volte a individuare le disponibilità ufficiali estere non rilevate dalle statistiche mensili sulle transazioni. In particolare, le ultime indagini del giugno 2007, 2008 e 2009 hanno innalzato le stime di tali disponibilità rispettivamente del 13, 5 e 17%. È pertanto probabile che anche i dati di dicembre 2009 e marzo 2010 siano sottostimati. [®] Gli acquisti ufficiali USA potrebbero essere considerati semplicemente come swap di attività, alla stessa stregua degli acquisti di titoli di agenzie federali effettuati dal Tesoro USA con i proventi ricavati dall'emissione di titoli propri. Quindi, le passività della Federal Reserve nei confronti delle banche potrebbero essere incluse nel debito pubblico (considerando le attività bancarie verso la Federal Reserve come stretti sostituti delle loro disponibilità in buoni del Tesoro). Per quanto concerne la tabella, ciò comporterebbe l'aggiunta al debito pubblico della voce per memoria "riserve bancarie presso la Federal Reserve". Così facendo, l'aumento del debito pubblico USA da metà 2008 risulterebbe maggiore e quello della quota detenuta dal settore pubblico lievemente inferiore. Gran parte del forte incremento del debito risulterebbe comunque assorbita dalle istituzioni ufficiali.

Gli Stati Uniti
rimuovono le
misure non
convenzionali di
politica monetaria

Mentre le autorità europee adottavano nuovi provvedimenti di sostegno, diverse banche centrali di altre economie hanno continuato a rimuovere le misure straordinarie introdotte in precedenza. Come programmato, la Federal Reserve ha completato a fine marzo gli acquisti di obbligazioni garantite da ipoteche emesse dalle agenzie federali. Sebbene la banca centrale statunitense non stia più effettuando acquisti, vi sono indicazioni secondo cui le sue elevate disponibilità di titoli pubblici contribuirebbero ancora a

Calo dell'attrattiva dei *carry trade* sulla curva dei rendimenti



mantenere bassi i rendimenti obbligazionari (cfr. riquadro 3). Dato il persistere delle incertezze sul vigore della ripresa economica, gli operatori del mercato erano ansiosi riguardo ai tempi e alla rapidità di eventuali cessioni di attività da parte della Federal Reserve. Il verbale della riunione di aprile del FOMC ha tuttavia indicato che tali cessioni sarebbero probabilmente avvenute in maniera graduale, e solo successivamente al primo rialzo dei tassi ufficiali.

Mentre il calo della fiducia ha ulteriormente differito la normalizzazione delle politiche monetarie in gran parte delle economie avanzate, altri paesi hanno avviato il processo di inasprimento a partire da aprile. La Bank of Canada ha innalzato i tassi ufficiali di 25 punti base il 1° giugno. Come già accennato, la Cina ha aumentato l'obbligo di riserva per le banche e adottato misure tese a raffreddare i mercati nazionali degli immobili residenziali. Verso la fine di aprile la banca centrale del Brasile ha innalzato il tasso obiettivo a breve termine di 75 punti base, al 9,50%, in considerazione dei rischi al rialzo per l'inflazione. La Reserve Bank of India ha incrementato sia il coefficiente di riserva di liquidità (*cash reserve ratio*), sia il tasso pronti contro termine – di ulteriori 25 punti base – il 20 aprile. Gli operatori anticipavano ulteriori inasprimenti in diverse economie emergenti, pur nutrendo maggiori incertezze circa il ritmo della restrizione monetaria. Da un lato, infatti, molti di questi paesi devono far fronte a una rapida crescita economica, ad apprezzamenti valutari e al rischio di surriscaldamento dei mercati immobiliari e delle attività. Dall'altro lato, le prospettive di crescita e di inflazione risultano complicate dall'elevata volatilità dei prezzi delle materie prime e dagli effetti imprevedibili della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro sull'attività economica.

Prosegue
l'inasprimento nelle
economie
emergenti