

I timori per la crescita mondiale e il debito sovrano trainano i mercati¹

Le marcate revisioni al ribasso delle stime sul vigore della ripresa in diverse importanti economie, in particolare nelle aree sviluppate, hanno depresso le quotazioni delle attività sensibili alla crescita nel periodo in rassegna. I timori degli operatori riguardo alla crescita sono stati amplificati dalla percezione che le politiche monetarie e di bilancio disponessero di un margine solo limitato per stimolare l'economia mondiale. Alle notizie negative sul contesto macroeconomico si sono aggiunte le preoccupazioni per il debito pubblico nell'area dell'euro che, inizialmente confinate a Grecia, Irlanda e Portogallo, si sono estese a Italia e Spagna. Oltre a comportare un inasprimento delle condizioni di finanziamento delle banche europee, ciò ha influito persino sulla formazione dei prezzi nei mercati del debito dei paesi al centro dell'area dell'euro. Tutti questi sviluppi hanno alimentato i flussi verso le attività rifugio. La tabella 1 sintetizza i principali eventi che hanno condizionato le aspettative sulla crescita mondiale e i mercati dei titoli di Stato nel periodo in rassegna.

Dubbi sulla capacità di stimolo delle politiche economiche di fronte all'esitare della ripresa

I segnali di un indebolimento della crescita spingono al ribasso i corsi delle attività rischiose ...

Gli andamenti dei mercati finanziari nel periodo in rassegna hanno rispecchiato in larga misura le considerevoli revisioni al ribasso apportate dagli operatori alle aspettative di crescita di diverse importanti economie. Nell'arco del periodo le quotazioni azionarie globali hanno perso in media l'11%, con flessioni maggiori in Europa e leggermente minori nelle economie emergenti. I cali significativi dei prezzi delle attività sensibili alla crescita hanno spinto al ribasso le quotazioni medie (grafico 1, diagramma di sinistra). Gli spread sulle obbligazioni societarie si sono generalmente ampliati, in particolare per i titoli a più basso rating, maggiormente soggetti al rischio di inadempienze in una fase di contrazione (grafico 1, diagramma centrale). Sono inoltre diminuiti bruscamente i prezzi dell'energia e dei metalli industriali, di riflesso alle aspettative di un calo della domanda di questi importanti input produttivi (grafico 1, diagramma di destra).

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. L'analisi si riferisce al periodo fino all'8 settembre 2011. Eventuali domande sul testo possono essere rivolte a nick.vause@bis.org o goetz.vonpeter@bis.org. Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare magdalena.erdem@bis.org e garry.tang@bis.org.

I principali eventi che hanno condizionato l'andamento dei mercati finanziari

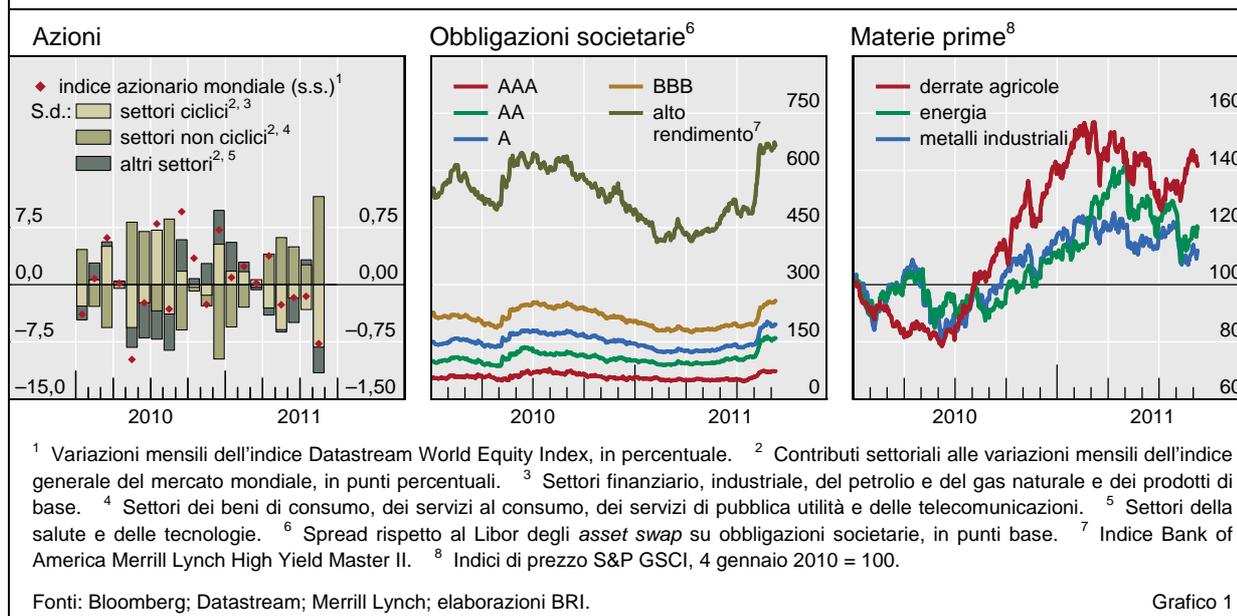
7 lug.	La BCE innalza il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,5%.
13 lug.	Fitch declassa il rating sovrano della Grecia da B+ a CCC.
15 lug.	L'Autorità bancaria europea pubblica i risultati delle prove di stress su 90 banche.
21 lug.	Un vertice dei paesi dell'area dell'euro approva nuove misure di sostegno finanziario alla Grecia e la riduzione dei tassi di interesse sui prestiti del Fondo europeo di stabilità finanziaria a favore di Grecia, Irlanda e Portogallo.
25 lug.	Moody's declassa il rating sovrano della Grecia da Caa1 a Ca.
27 lug.	Il Brasile introduce una tassa dell'1% su determinate operazioni in derivati su valute. Standard & Poor's declassa il rating sovrano della Grecia da CCC a CC, mantenendo un <i>outlook</i> negativo.
29 lug.	Vengono pubblicati dati inferiori alle aspettative sul PIL statunitense.
1° ago.	Le indagini presso i responsabili degli acquisti in Asia, Europa e Stati Uniti evidenziano risultati poco incoraggianti.
2 ago.	Il Congresso statunitense approva l'innalzamento del limite del debito federale nel giorno in cui, in base alle previsioni del Tesoro USA, tale limite avrebbe potuto essere raggiunto.
3 ago.	La Banca nazionale svizzera riduce il livello obiettivo per il Libor a 3 mesi in CHF e annuncia un notevole incremento dell'offerta di franchi sul mercato monetario.
4 ago.	La Banca del Giappone annuncia un ampliamento di ¥10 trilioni del suo programma di acquisti di attività e interviene sul mercato valutario vendendo yen. La BCE annuncia una speciale operazione di rifinanziamento a 6 mesi e torna ad acquistare titoli di Stato dell'area dell'euro.
5 ago.	I rendimenti dei buoni del Tesoro statunitensi scendono a valori negativi dopo l'annuncio dell'introduzione di una commissione sui depositi da parte di Bank of New York Mellon.
8 ago.	Gli operatori riferiscono che l'Eurosistema ha acquistato titoli di Stato italiani e spagnoli.
9 ago.	La Federal Reserve dichiara l'intenzione di mantenere i tassi ufficiali su livelli eccezionalmente bassi almeno fino a metà 2013.
12 ago.	Viene introdotto un divieto selettivo di vendita allo scoperto in quattro paesi dell'area dell'euro.
16 ago.	Vengono pubblicati dati deludenti sul PIL dell'Unione europea nel secondo trimestre.
26 ago.	Nel discorso di Jackson Hole il Presidente Bernanke dichiara che sono ancora disponibili strumenti di politica monetaria aggiuntivi per stimolare l'economia USA. Le banche cinesi indicano che saranno tenute a includere i depositi di garanzia nell'aggregato soggetto a riserva obbligatoria.
1° set.	Le indagini presso i responsabili degli acquisti in Asia, Europa e Stati Uniti evidenziano ancora una volta risultati poco incoraggianti.
2 set.	Vengono pubblicati dati inferiori alle aspettative sull'occupazione negli Stati Uniti.
6 set.	La Banca nazionale svizzera inizia a intervenire sul mercato valutario, vendendo franchi con l'obiettivo di mantenere il tasso di cambio EUR/CHF a un livello non inferiore a 1,20.
7 set.	La Corte costituzionale tedesca respinge le obiezioni al piano di salvataggio della Grecia e Francia, Italia e Spagna introducono rispettivamente tagli alla spesa pubblica, aumenti delle imposte e un tetto al disavanzo.
8 set.	Il Presidente Obama propone al Congresso un pacchetto di stimolo fiscale da \$447 miliardi.

Tabella 1

Gran parte della correzione dei profili di crescita è avvenuta tra fine luglio e metà agosto, quando le quotazioni delle attività sensibili alla crescita hanno segnato ribassi particolarmente marcati. Il 29 luglio la pubblicazione dei nuovi dati sul PIL statunitense ha evidenziato non solo un'espansione inferiore alle aspettative nel secondo trimestre, ma anche un livello del PIL più basso di circa un punto percentuale rispetto a quello registrato in precedenza. In Europa, stando ai dati pubblicati il 16 agosto, la crescita è nettamente

... in particolare tra fine luglio e metà agosto

Prezzi delle attività sensibili all'andamento della crescita



diminuita nel secondo trimestre, in particolare in Germania. Inoltre, gli indicatori tratti dalle indagini segnalavano un'ulteriore flessione per il terzo trimestre. Le indagini presso i responsabili degli acquisti pubblicate il 1° agosto, ad esempio, indicavano che in luglio la crescita dell'attività manifatturiera era calata in Asia, Europa e Stati Uniti. I corsi azionari internazionali sono scesi del 2% in media il giorno seguente. L'indice azionario statunitense S&P 500 ha successivamente ceduto il 4,5% il 18 agosto, quando il dato sull'attività manifatturiera statunitense pubblicato dalla Federal Reserve Bank di Filadelfia per quel mese è crollato a livelli registrati in precedenza solo poco prima o durante una recessione. Nell'arco di tutto il periodo tra gli ultimi di luglio e metà agosto alcune delle flessioni azionarie più marcate si sono avute nei paesi per i quali gli indicatori tratti dalle indagini segnalavano le maggiori contrazioni della crescita nel terzo trimestre (grafico 2, diagramma di sinistra).

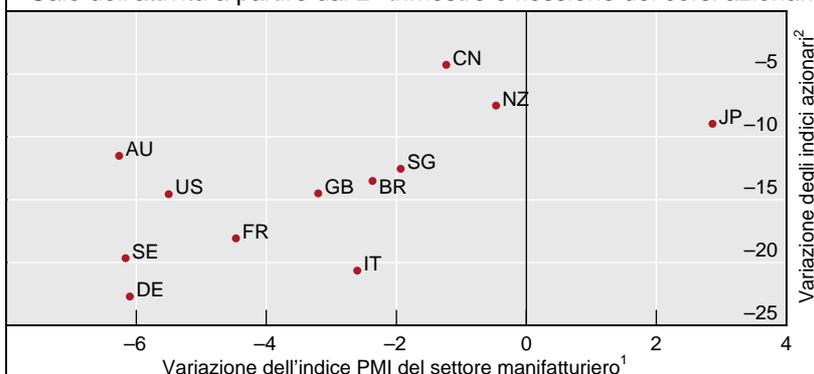
Anche a metà 2010 la crescita economica appariva esitante. Tuttavia, le quotazioni delle attività sensibili alla crescita non erano scese altrettanto bruscamente (grafico 2, diagramma di destra). Allora gli operatori si aspettavano che l'espansione sarebbe stata sostenuta da ulteriori stimoli monetari e fiscali. Tali aspettative si erano poi rivelate esatte. Le autorità statunitensi avevano abbassato i contributi previdenziali, prolungato gli sgravi fiscali sul reddito e le indennità di disoccupazione e lanciato una seconda tornata di allentamento quantitativo. Contemporaneamente, in Cina le amministrazioni locali avevano accresciuto i finanziamenti per lo sviluppo delle infrastrutture e dell'edilizia abitativa.

Attualmente, per contro, gli operatori appaiono ritenere che le possibilità di allentare ulteriormente le politiche macroeconomiche per sostenere la crescita, incluso in alcune economie emergenti, siano limitate. Di conseguenza, non si aspettano che i mercati emergenti trainino l'espansione globale in modo altrettanto vigoroso che in passato. Alla luce di tutto ciò, gli analisti hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita di diverse grandi economie per il 2012

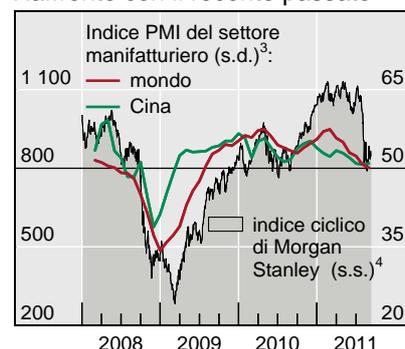
Crollo delle quotazioni a causa della percezione di un limitato margine di manovra per stimolare la crescita ...

Indicatori dell'attività economica tratti dalle indagini e corsi azionari

Calo dell'attività a partire dal 2° trimestre e flessione dei corsi azionari



Raffronto con il recente passato



AU = Australia; BR = Brasile; CN = Cina; DE = Germania; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NZ = Nuova Zelanda; SE = Svezia; SG = Singapore; US = Stati Uniti.

¹ Variazione dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) fra il dato di luglio e il dato medio del secondo trimestre 2011. ² Variazione percentuale degli indici azionari di Datastream fra il 26 luglio 2011 e il 18 agosto 2011. ³ Un livello superiore/inferiore a 50 denota un'espansione/una contrazione dell'attività. ⁴ Indice dei corsi azionari di 30 società cicliche statunitensi.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 2

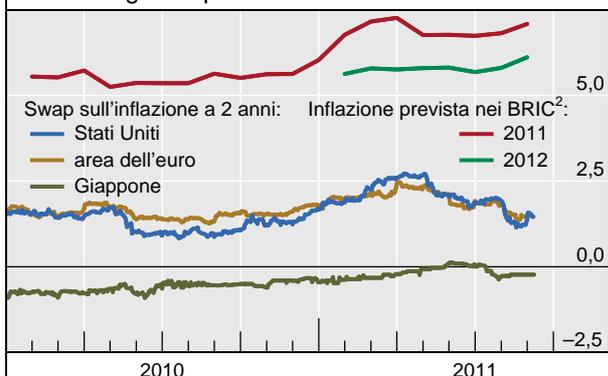
e il 2013, nonché per il resto del 2011. I prezzi delle azioni sensibili alla crescita sono diminuiti in misura maggiore rispetto alla metà del 2010 (grafico 2, diagramma di destra).

Dato che le banche centrali delle principali economie sviluppate dispongono ormai da tempo di margini ridotti o nulli per tagliare ulteriormente i tassi di interesse, gli operatori hanno tenuto sotto osservazione i segnali che avrebbero potuto prefigurare l'impiego di forme alternative di stimolo monetario da parte delle autorità. Le aspettative al riguardo si sono rafforzate a seguito del parziale attenuarsi delle spinte inflazionistiche nel periodo in rassegna. I prezzi di numerose materie prime, ad esempio, sono diminuiti, determinando

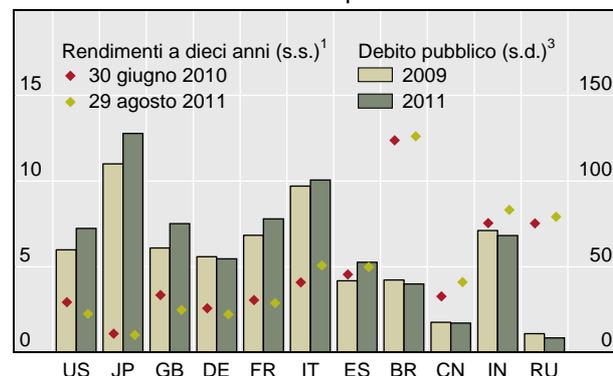
... mediante politiche monetarie ...

Fattori che incidono sul margine di manovra monetario e fiscale

Tassi degli swap sull'inflazione a due anni¹



Stock e rendimenti del debito pubblico



BR = Brasile; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; RU = Russia; US = Stati Uniti.

¹ In percentuale. ² Media semplice delle previsioni di inflazione per Brasile, Cina, India e Russia. ³ Debito netto delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL; per Cina, India e Russia, debito lordo delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL. Valori di fine anno. Per il 2011, previsioni.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

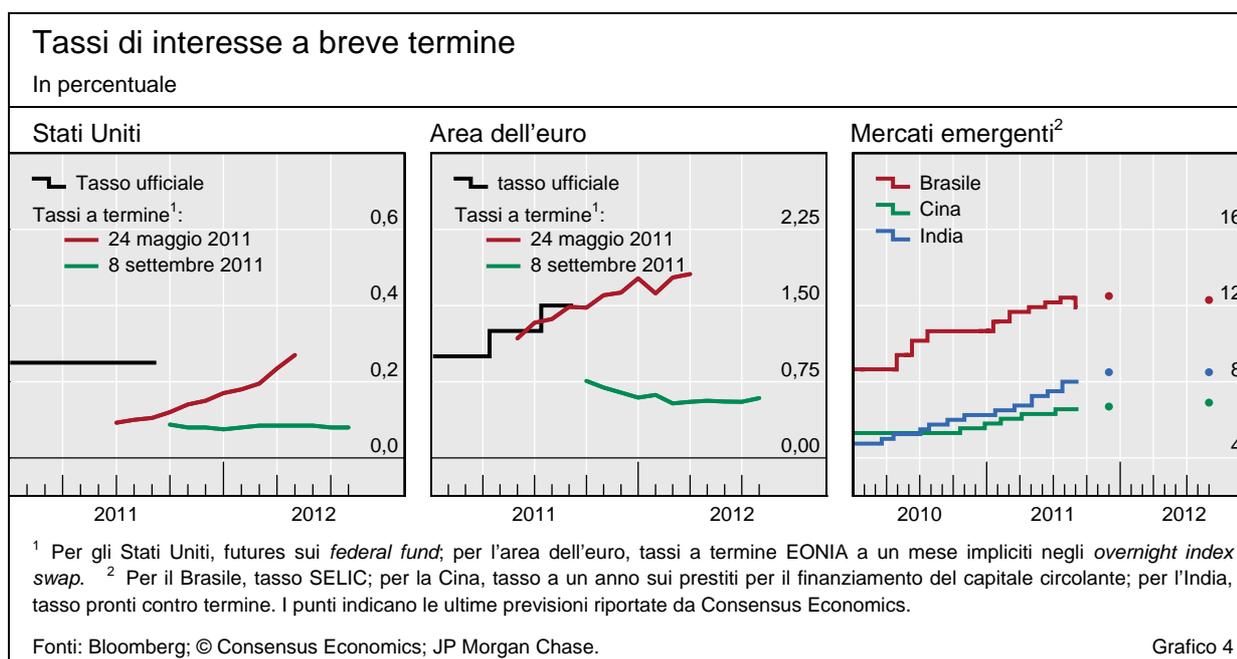
Grafico 3

un calo delle aspettative di inflazione implicite nei contratti swap per alcune importanti economie sviluppate (grafico 3, diagramma di sinistra).

Il 9 agosto la Federal Reserve statunitense ha annunciato l'intenzione di mantenere il tasso di riferimento su livelli eccezionalmente bassi almeno fino alla metà del 2013. Ciò ha compresso i tassi dei futures sui *federal fund* (grafico 4, diagramma di sinistra) e, di conseguenza, i tassi di interesse a più lungo termine, e ha impresso slancio ai mercati azionari statunitensi e internazionali. Le quotazioni azionarie hanno segnato un lieve rialzo anche a seguito del discorso tenuto il 26 agosto a Jackson Hole dal Presidente Bernanke, che faceva notare come la Federal Reserve disponesse ancora di una serie di strumenti per fornire ulteriore stimolo monetario e che il loro utilizzo sarebbe stato discusso alla riunione di politica monetaria prevista verso la fine di settembre.

Nel contempo, il 4 agosto la Banca del Giappone ha annunciato un ampliamento di ¥10 trilioni del suo programma di acquisti di attività. A seguito di ciò, l'indice azionario TOPIX è riuscito a mantenere il proprio valore nonostante i bruschi crolli degli altri indici di borsa internazionali.

Gli investitori hanno inoltre riconsiderato le prospettive per la politica monetaria nell'area dell'euro e nei mercati emergenti. Il 7 luglio la BCE ha innalzato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,5%, per contribuire ad ancorare le aspettative di inflazione. Di fronte alle notizie di un indebolimento dell'attività economica, tuttavia, le quotazioni dei futures sui tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro hanno cominciato a calare poco dopo l'intervento (grafico 4, diagramma centrale). Le banche centrali di alcuni paesi emergenti, tra cui Cina e India, hanno parimenti innalzato i tassi ufficiali nel periodo in rassegna. La People's Bank of China ha inasprito ulteriormente la politica monetaria estendendo l'obbligo di riserva ai depositi di garanzia, dopo che a luglio l'inflazione si era attestata al 6,5%, il livello massimo degli ultimi tre anni. Le banche centrali di Brasile e Turchia



hanno invece ridotto i tassi ufficiali in risposta ai segnali di diminuzione della crescita. Tuttavia, essendo le aspettative di inflazione ancora elevate nelle principali economie emergenti (grafico 3, diagramma di sinistra), gli analisti prevedono che i tassi di interesse a breve termine in questi paesi rimarranno prossimi ai livelli attuali fino alla seconda metà del 2012 (grafico 4, diagramma di destra).

Di fronte ai volumi elevati e in aumento del debito pubblico, gli operatori hanno inoltre indicato che, a loro giudizio, il margine di manovra per un allentamento delle politiche di bilancio nelle economie avanzate era inferiore rispetto alla metà del 2010 (grafico 3, diagramma di destra). Nell'area dell'euro alcuni paesi fortemente indebitati sono stati vincolati al risanamento dei conti pubblici dai programmi congiunti di FMI e UE, mentre altri hanno intrapreso la stessa strada in ragione dell'elevato compenso richiesto dagli investitori per detenere le loro emissioni obbligazionarie (grafico 3, diagramma di destra). Per contro, gli investitori si sono dimostrati disposti a finanziare i disavanzi del governo statunitense a tassi di interesse sempre più bassi. Pochi, tuttavia, si aspettavano stimoli fiscali aggiuntivi, almeno nella prima parte del periodo in rassegna. Il 2 agosto il Presidente Obama firmava di fatto un accordo che prevedeva la riduzione della spesa programmata e il contestuale innalzamento del limite legale del debito pubblico. Successivamente, gli investitori hanno visto nella decisione di Standard & Poor's di declassare il rating a lungo termine sul debito USA da AAA ad AA+ il 5 agosto il segnale che si faceva più urgente un consolidamento delle finanze pubbliche, il quale avrebbe avuto ripercussioni negative sulla crescita a medio termine. Ciò ha contribuito a un ribasso di oltre il 6% dell'indice S&P 500 il giorno lavorativo successivo. Agli inizi di settembre, tuttavia, gli ulteriori segnali di debolezza dell'economia USA hanno indotto il Presidente degli Stati Uniti a proporre al Congresso un piano di stimolo fiscale da \$447 miliardi, che pure ha ricevuto una tiepida accoglienza dai mercati azionari.

Gli operatori hanno altresì giudicato improbabile l'introduzione di ulteriori misure di sostegno nel breve periodo in numerose economie emergenti. Sebbene il loro stock di debito sia in genere inferiore a quello delle economie avanzate, uno stimolo fiscale eserciterebbe pressioni al rialzo sui tassi di cambio, che in diversi mercati emergenti si sono ulteriormente apprezzati nel periodo in rassegna.

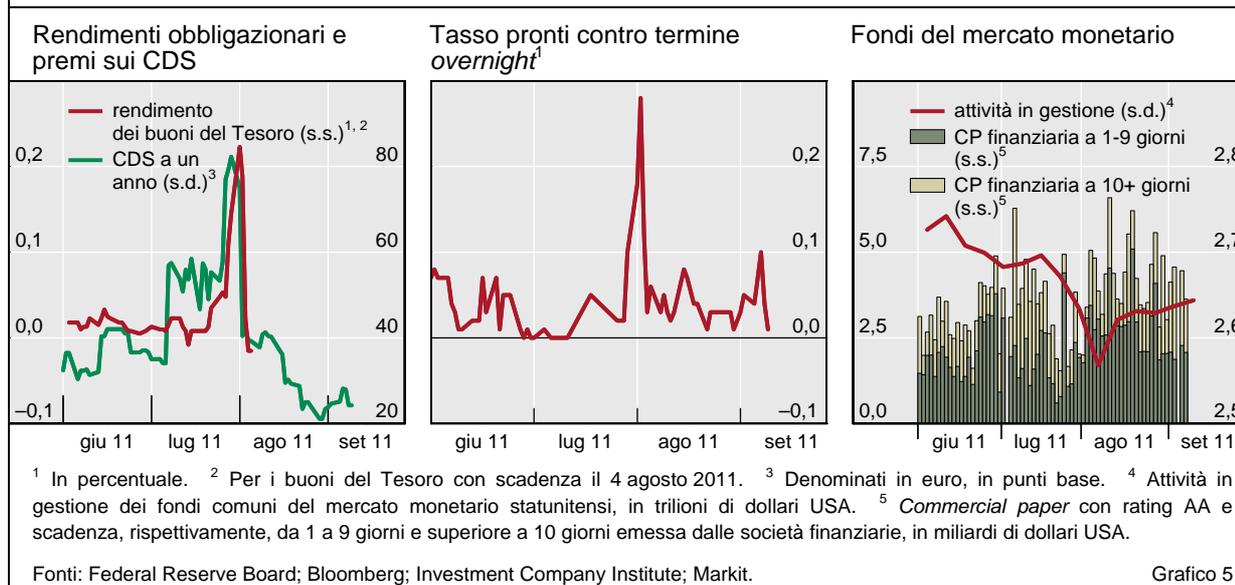
Le trattative sul tetto del debito e il declassamento degli Stati Uniti non producono effetti durevoli

Le trattative sul tetto del debito statunitense hanno generato tensioni di breve durata nei mercati monetari. Il raggiungimento del limite avrebbe obbligato il governo federale a scegliere quali creditori rimborsare. Questa prospettiva estremamente poco appetibile dal punto di vista politico ha fatto sì che la maggior parte degli operatori si attendesse il raggiungimento di un accordo per l'innalzamento della soglia legale di indebitamento. Tale accordo è stato firmato il 2 agosto, giorno in cui il Tesoro USA, in base alle proprie stime,

... e di bilancio

Il quasi superamento del tetto del debito USA genera tensioni di breve durata nei mercati monetari ...

Effetti delle negoziazioni sul tetto del debito USA sui mercati monetari



avrebbe altrimenti esaurito la propria capacità di indebitamento. Nei precedenti giorni di trattativa le quotazioni dei titoli e dei derivati avevano iniziato a scontare una probabilità non trascurabile di un'insolvenza del governo statunitense. Il rendimento sui buoni del Tesoro USA con scadenza il 4 agosto, ad esempio, era salito da pressoché zero a oltre 20 punti base, mentre i premi dei *credit default swap* (CDS) che permettevano di coprirsi dal rischio di insolvenza degli Stati Uniti entro un anno erano aumentati da circa 30 a quasi 80 punti base (grafico 5, diagramma di sinistra). I tassi di interesse sulle operazioni pronti contro termine *overnight*, generalmente utilizzate dalle banche per realizzare una quota significativa della loro raccolta, sono bruscamente saliti da pressoché zero a quasi 30 punti base (grafico 5, diagramma centrale). I fondi statunitensi del mercato monetario, che investono massicciamente in titoli del Tesoro USA, hanno dovuto far fronte alla richiesta di rimborsi, sebbene si fossero preparati mediante la ricomposizione dei propri portafogli a favore di attività meno liquide come *commercial paper* di emittenti finanziari (grafico 5, diagramma di destra). Una volta che il tetto del debito è stato innalzato, questi effetti si sono rapidamente dissipati.

... e il declassamento del debito sovrano provoca poche vendite forzate

La decisione di Standard & Poor's di declassare il debito a lungo termine degli Stati Uniti non è sembrata innescare meccanismi tali da provocare marcate flessioni dei prezzi dei titoli del Tesoro USA e di altre attività. Gli scarti prudenziali sui Treasuries dati in garanzia nelle operazioni pronti contro termine, ad esempio, non sono aumentati al punto da costringere i prenditori a vendere attività che non potevano più finanziare. La Depository Trust & Clearing Corporation, anzi, non ha affatto modificato gli scarti sui pronti contro termine da essa compensati. Analogamente, le banche statunitensi non sono state costrette a liquidare attività, poiché le autorità di regolamentazione federali hanno mantenuto invariate le ponderazioni di rischio applicate nella determinazione dei coefficienti patrimoniali minimi ai titoli emessi o garantiti dal Tesoro USA, dalle sue agenzie o dagli enti di emanazione governativa. Anche

le vendite forzate effettuate dai gestori di portafogli sono state poche, essendo molto rari i mandati di investimento che obbligano a detenere solo titoli con rating AAA. Infine, poche istituzioni sono state costrette a cercare garanzie alternative per mantenere posizioni in altri titoli o in derivati.

Si aggrava la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro

I timori di un rallentamento della crescita a livello mondiale hanno ulteriormente aggravato la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Una ripresa generalizzata dell'economia globale era considerata un importante canale attraverso il quale si sarebbe ridotto l'onere del debito pubblico. In seguito alla pubblicazione di dati macroeconomici deludenti in tutto il mondo, si è tornato a chiedersi da dove avrebbe potuto provenire la necessaria crescita in un frangente in cui le autorità di politica economica stavano esaurendo le proprie munizioni. A fronte del rallentamento degli Stati Uniti, di una crescita vacillante in Francia e in Germania e della perdita di slancio dei mercati emergenti, gli operatori hanno seguito gli sviluppi nell'area dell'euro con crescente apprensione in un contesto di incertezza politica.

I prezzi di mercato hanno rispecchiato il timore che la crisi del debito sovrano si stesse estendendo progressivamente dalla periferia al centro dell'area dell'euro. Le revisioni delle stime sulla capacità di rimborso di Grecia, Irlanda e Portogallo e i crescenti dubbi sulla possibilità che questi paesi potessero tornare a finanziarsi sui mercati obbligazionari nei tempi specificati dai programmi di sostegno ufficiali hanno continuato a condizionare le quotazioni del debito sovrano (grafico 6, diagrammi di sinistra). Gli spread dei CDS relativi a questi tre Stati sono saliti tra aprile e giugno, e hanno registrato un'impennata in luglio, fino a quando l'esito del vertice dell'area dell'euro il 21 luglio li ha fatti calare dai massimi storici raggiunti.

Le misure di sostegno annunciate in occasione del summit sono state all'altezza delle aspettative più ottimistiche dei mercati. Tra di esse figurava l'annuncio di un secondo piano di salvataggio della Grecia da €109 miliardi da parte del Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) e dell'FMI. Il sentimento di sollievo con cui è stato accolto l'annuncio ha rapidamente ridotto di centinaia di punti base i rendimenti dei titoli di Stato a due anni della Grecia e degli altri paesi sottoposti a programmi di aiuto, con variazioni di entità minore sulle scadenze più lunghe. La riduzione dei tassi di interesse e l'allungamento delle scadenze dei futuri prestiti del FESF, unitamente al coinvolgimento degli investitori privati tramite un concambio di obbligazioni, riducevano gli oneri futuri per il servizio del debito, anche se l'entità della partecipazione del settore privato sarebbe dipesa dall'opzione prescelta tra quelle previste. Sebbene il concambio, in virtù della sua natura volontaria, non si configurasse come evento creditizio in base alle regole della International Swaps and Derivatives Association, le agenzie di rating l'hanno equiparato a un *default* selettivo, continuando a declassare il rating sovrano della Grecia.

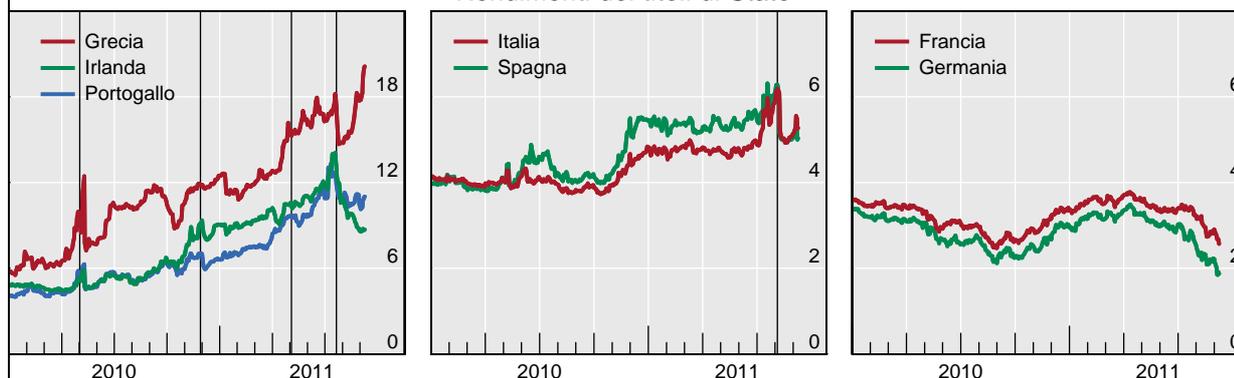
Tra luglio e agosto i timori per la crescita e per la dotazione limitata del FESF hanno spinto il contagio fino ai grandi paesi dell'Europa meridionale. La

Le rinnovate tensioni nella periferia dell'area dell'euro ...

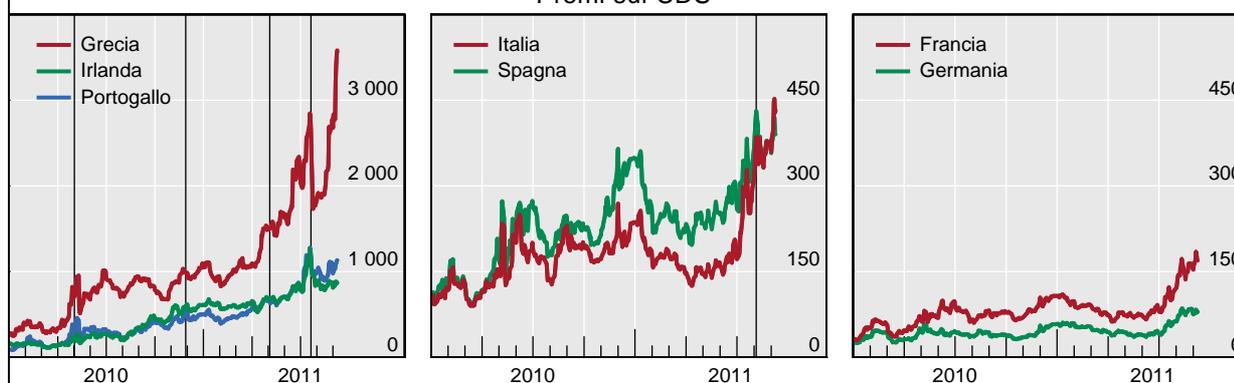
... si estendono a Italia e Spagna ...

Titoli di Stato e CDS sovrani nell'area dell'euro

Rendimenti dei titoli di Stato¹



Premi sui CDS²



Le linee verticali nei diagrammi di sinistra indicano le date in cui sono stati concordati i pacchetti di aiuti finanziari alla Grecia (2 maggio 2010), l'Irlanda (28 novembre 2010), il Portogallo (4 maggio 2011) e ancora la Grecia (21 luglio 2011). La linea verticale nei diagrammi centrali indica la data in cui si è avuto per la prima volta notizia di acquisti di titoli di Stato italiani e spagnoli da parte dell'Eurosistema (8 agosto 2011).

¹ Rendimenti dei titoli di Stato decennali, in percentuale. ² Premi sui CDS a cinque anni, in punti base.

Fonti: Bloomberg; Markit.

Grafico 6

percezione che le previste riforme del FESF avrebbero potuto rivelarsi insufficienti qualora altri paesi non fossero più stati in grado di finanziarsi sul mercato ha determinato un ampliamento dei differenziali di rendimento italiani e spagnoli. L'aumento dei rendimenti e del costo della protezione creditizia sui titoli di Stato (grafico 6, diagrammi centrali) ha iniziato a minare la convinzione secondo cui Italia e Spagna sarebbero state risparmiate dalle tensioni nella periferia dell'area dell'euro. Tale spirale è andata intensificandosi durante il mese luglio: gli investitori hanno venduto i titoli nei loro portafogli in previsione di perdite future, accentuando in tal modo¹ la volatilità e il rischio percepito, il che a sua volta ha ulteriormente alimentato le vendite. Di conseguenza, il 4 agosto i rendimenti dei titoli di Stato italiani e spagnoli erano balzati al 6,2%.

Al propagarsi de contagio, l'Eurosistema ha riattivato il Programma per i mercati dei titoli finanziari. Particolarmente importante è stato il fatto che gli operatori si siano resi conto che nell'operazione effettuata l'8 agosto fossero state acquistate per la prima volta anche obbligazioni pubbliche italiane e spagnole. Con acquisti pari a €22 miliardi nella settimana conclusasi il 12 agosto, l'intervento è stato il maggiore finora realizzato, sebbene risulti modesto se paragonato allo stock di debito sovrano in essere di Italia, Spagna

e paesi periferici. I mercati hanno tuttavia interpretato questa mossa come un importante segnale che l'Eurosistema, che molti consideravano l'acquirente più credibile in quel frangente, avrebbe fatto da ponte sino all'autunno, quando il FESF sarebbe stato autorizzato ad acquistare debito sul mercato secondario. Nei giorni successivi i rendimenti dei titoli decennali di riferimento di Italia e Spagna sono scesi di oltre 100 punti base, attestandosi a meno del 5%. I costi di finanziamento effettivi si sono portati al 5,22% quando l'Italia ha emesso un'obbligazione a 10 anni il 30 agosto, dopo aver fatto marcia indietro sui piani di risanamento fiscale annunciati. A distanza di due giorni, la Spagna è stata in grado di collocare titoli quinquennali con un rendimento del 4,49%, di 38 punti base inferiore rispetto all'asta precedente, dopo che le principali parti politiche avevano raggiunto un accordo per inserire nella Costituzione un limite al disavanzo la settimana precedente.

Dato il peggioramento delle prospettive macroeconomiche, i timori di contagio hanno lasciato il segno anche nei mercati del debito sovrano dei paesi al centro dell'area dell'euro. Agli inizi di luglio il costo della protezione creditizia sui titoli di Stato francesi e tedeschi è sensibilmente salito (grafico 6, diagrammi di destra). Lo spread tra le obbligazioni decennali francesi e quelle tedesche si è ampliato da 35 a 89 punti base tra fine maggio e l'8 agosto, per poi riportarsi a circa 65 punti base. Questi movimenti mettevano alla prova il rating AAA della Francia in seguito al declassamento degli Stati Uniti: gli investitori nutrivano infatti inquietudini per il deficit strutturale e la bassa crescita della Francia, nonché per le sue passività potenziali nei confronti del FESF nell'eventualità del fallimento di un importante debitore sovrano. Anche i mercati tedeschi hanno registrato un aumento della volatilità. In un'occasione, il 25 agosto, l'indice della borsa tedesca è crollato del 4% in 15 minuti per effetto delle voci sul rating AAA della Germania e su una possibile estensione dei divieti di vendita allo scoperto ai mercati tedeschi.

A fronte di deludenti revisioni delle stime di crescita nei paesi al centro dell'area dell'euro, la dichiarazione congiunta rilasciata dai leader di Francia e Germania il 16 agosto a sostegno dell'euro è stata accolta con scetticismo. Nei giorni seguenti i premi dei CDS sono tornati rapidamente ai livelli precedenti, e gli indici azionari DAX e CAC hanno ceduto il 7% a causa dei timori per la crescita. Gli operatori hanno ritenuto che le misure proposte, fra cui un maggiore coordinamento delle politiche economiche, una tassa sulle transazioni finanziarie e l'introduzione di vincoli costituzionali ai disavanzi, non fossero abbastanza dettagliate né sufficienti a far fronte ai problemi di fondo del debito. Vi è stata altresì delusione per il fatto che la dichiarazione congiunta escludesse un ampliamento delle garanzie del FESF oltre i €440 miliardi e l'introduzione di *eurobond* garantiti collettivamente dagli Stati dell'area. Dopo aver continuato a calare sino al 6 settembre, i mercati hanno registrato un breve recupero il 7-8 settembre. I rendimenti obbligazionari e gli spread sui CDS si sono ridotti, mentre i principali indici azionari europei hanno recuperato il 4% quando Francia, Italia e Spagna hanno dato prova di una rinnovata determinazione ad attuare le misure di risanamento dei bilanci

... e influenzano i mercati al centro dell'area dell'euro

pubblici e la Corte costituzionale tedesca ha respinto le obiezioni al piano di salvataggio della Grecia e all'istituzione del FESF.

Peggiorano le condizioni di finanziamento delle banche

Il deterioramento del merito creditizio dei debitori sovrani ha continuato a incidere negativamente sui costi di raccolta delle banche e sul loro accesso ai mercati. I problemi connessi al debito pubblico possono avere ripercussioni di vario tipo sugli istituti bancari, che vanno dalle perdite dirette sulle disponibilità in titoli di Stato alla diminuzione del valore delle garanzie fornite a fronte di finanziamenti all'ingrosso o di operazioni con la banca centrale, dalla riduzione dei vantaggi rivenienti alle banche dalle garanzie pubbliche al calo del rating delle banche stesse². Le preoccupazioni degli operatori per le esposizioni al debito sovrano non sono venute meno dopo la pubblicazione da parte dell'Autorità bancaria europea (EBA) dei risultati della seconda tornata di prove di stress sulle banche. Le reazioni dei mercati il 18 luglio sono state moderate, nonostante i miglioramenti in termini di qualità, severità e verifiche incrociate rispetto all'esercizio dello scorso anno. L'EBA ha individuato carenze patrimoniali presso 8 delle 90 maggiori banche e ha raccomandato aumenti di capitale per altri 16 istituti che avevano passato il test con un Core Tier 1 superiore di al massimo un punto percentuale alla soglia del 5%³. Sebbene l'impatto sul mercato nel suo complesso sia stato limitato, esso ha nondimeno messo in luce una maggiore differenziazione tra le banche da parte degli analisti. Gli spread dei CDS sono saliti per gli istituti greci e spagnoli, mentre si sono ridotti per le banche irlandesi e portoghesi. Gli analisti si sono concentrati sulle informazioni relative alle esposizioni al debito pubblico che accompagnavano i risultati ufficiali, utilizzandole per formulare i propri scenari di insolvenza sovrana. Nella maggior parte dei casi, questi ultimi indicavano che gli scarti impliciti nei valori di mercato relativi al debito dei paesi europei periferici avrebbero ridotto i coefficienti patrimoniali, ma a livelli gestibili.

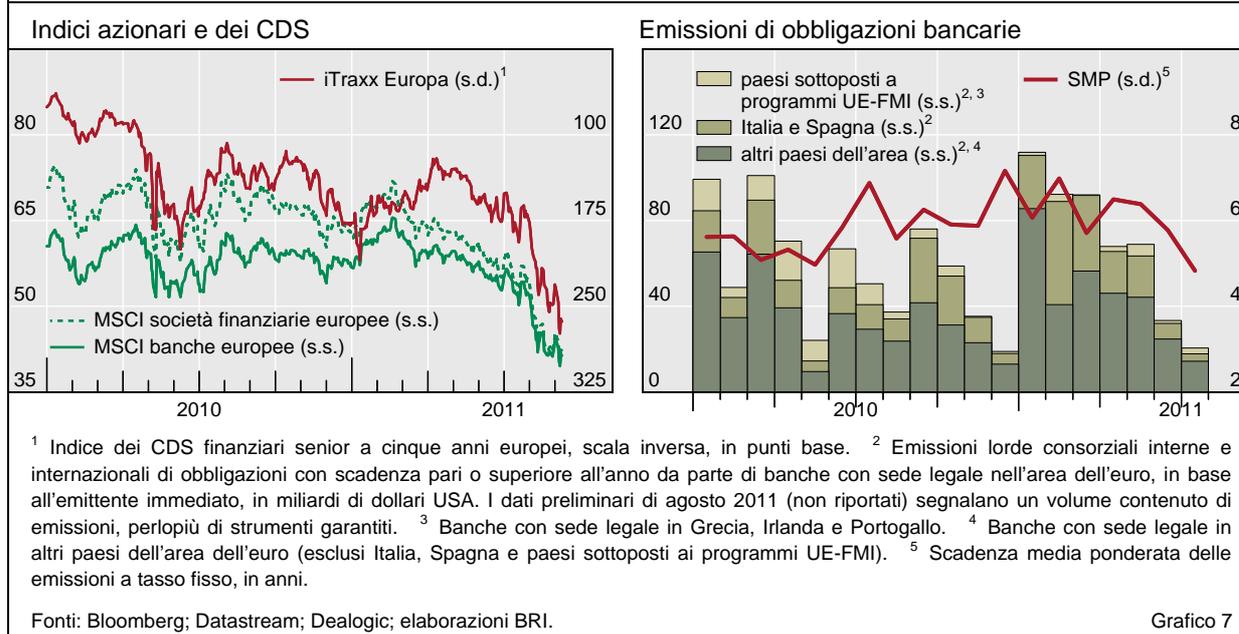
Gli investitori riducono fortemente le esposizioni al settore bancario ...

Tuttavia, i timori che le tensioni sul debito di Italia e Spagna potessero aggravarsi hanno provocato cessioni generalizzate di azioni e obbligazioni bancarie. Le pressioni in vendita hanno interessato prima gli istituti bancari di Italia e Spagna, poi quelli di Belgio e Francia, e successivamente si sono estese alle banche dell'intero continente, comprese quelle con sede nei paesi nordici. La presunta riallocazione dei portafogli effettuata dai gestori a scapito delle azioni bancarie come classe di attività ha fatto crollare le valutazioni di questi titoli. Di conseguenza, la performance delle azioni bancarie è risultata nettamente inferiore a quella generale di mercato, già negativa, e gli spread dei CDS nell'intero settore bancario sono stati spinti al rialzo (grafico 7, diagramma di sinistra).

² Cfr. l'articolo monografico di Michael Davies e Timothy Ng in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

³ La maggior parte delle banche che aveva superato di stretta misura le prove di stress europee dello scorso anno aveva già effettuato ricapitalizzazioni.

Ripercussioni per le banche europee

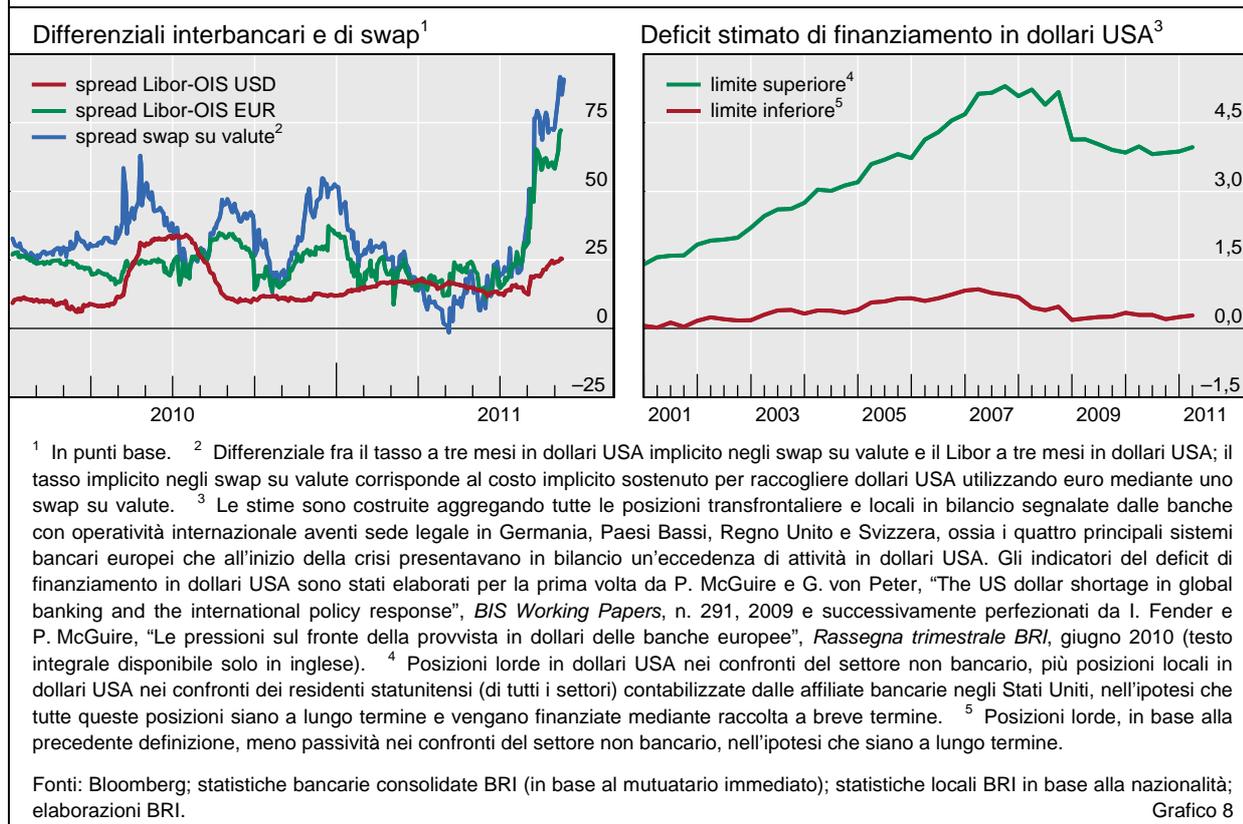


Agli inizi di settembre le valutazioni bancarie avevano toccato nuovi minimi su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti l'avvio di nuove procedure legali connesse ai mutui *subprime* ha accentuato le pressioni sulle azioni bancarie, già provate dalle revisioni al ribasso delle stime di crescita. Il giudizio dei mercati sulle prospettive dell'industria bancaria nel suo complesso è rimasto offuscato dai timori per la crescita e per il rischio sovrano, nonché dai bassi tassi di interesse e dalle modifiche regolamentari, una combinazione che ha messo in apprensione gli investitori sul futuro andamento del settore e sugli utili potenziali.

Questi sviluppi si sono accompagnati a tensioni sui mercati della raccolta bancaria. L'accesso al segmento dei finanziamenti a termine senior privi di garanzia, già difficoltoso da tempo, si è ulteriormente ridotto in luglio e agosto. I collocamenti di obbligazioni delle banche dell'area dell'euro sono nettamente diminuiti, a \$20 miliardi in luglio, e le scadenze si sono accorciate (grafico 7, diagramma di destra). Negli ultimi mesi numerose banche europee hanno incontrato difficoltà a ottenere finanziamenti a lungo termine e le condizioni proibitive di prezzo loro applicate sono divenute fonte di crescente preoccupazione per gli operatori. I fondi del mercato monetario statunitensi, tradizionalmente un importante fonte di provvista, hanno notevolmente ridotto le loro esposizioni al settore bancario, in particolare quello europeo. Fitch Ratings ha reso noto che tra fine maggio e fine luglio i 10 maggiori fondi monetari *prime* hanno ridotto gli investimenti in banche europee del 20% (circa \$79 miliardi), e del 97% quelli in istituti italiani e spagnoli, al fine di proteggersi dal rischio che le posizioni di queste banche in titoli di Stato dei rispettivi paesi si svalutassero. A seguito di preoccupazioni analoghe, diverse grandi banche francesi sono state sottoposte a intense pressioni e a un attento esame del loro profilo di finanziamento a breve termine.

... accentuando le difficoltà di finanziamento delle banche

Spread e fabbisogno di finanziamento in dollari USA delle banche europee



Non potendo ricorrere ai mercati, le banche con sede nei paesi colpiti dalla crisi del debito sovrano hanno continuato a fare affidamento sulla liquidità dell'Eurosistema per finanziare una quota significativa dei propri bilanci. Per le banche greche i prestiti delle banche centrali sono ammontati a €96 miliardi (a fine luglio), cui va aggiunta la liquidità di emergenza; per gli istituti irlandesi e portoghesi gli importi sono stati pari, rispettivamente, a €98 e 46 miliardi (agosto)⁴. Nel solo mese di luglio le banche italiane hanno raddoppiato il proprio finanziamento presso l'Eurosistema, portandolo a €80 miliardi (€85 miliardi in agosto). Tuttavia, alcuni studi di settore indicano che la maggioranza dei grandi istituti bancari europei ha già coperto circa il 90% degli obiettivi di finanziamento a termine e persino prefinanziato parte di quelli del 2012⁵.

L'aumento degli spread sulla raccolta riflette diversi fattori

Gli spread sui prestiti alle banche sono notevolmente aumentati in agosto, pur rimanendo nettamente inferiori ai livelli raggiunti all'indomani del fallimento di Lehman Brothers. Stando ad alcune indicazioni, gli istituti bancari erano divenuti più riluttanti a finanziare altre banche, preferendo depositare i propri fondi presso la banca centrale. L'8 agosto il ricorso ai depositi *overnight* presso l'Eurosistema ha raggiunto il massimo degli ultimi 12 mesi, ossia €145 miliardi,

⁴ Cfr. anche il grafico 2 nella monografia sul rischio sovrano in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

⁵ Morgan Stanley Research, "European Banks: the stress in bank funding and policy options", 15 agosto 2011.

arrivando a quasi €173 miliardi l'8 settembre. Dagli inizi di agosto i differenziali Libor-OIS sono notevolmente saliti; lo spread a tre mesi sull'euro si è ampliato a 72 punti base, molto più di quello sul dollaro (grafico 8, diagramma di sinistra).

Al tempo stesso, sono riemersi segnali di rinnovate pressioni sui finanziamenti in dollari USA. I differenziali degli swap su valute, che rappresentano il premio pagato dalle istituzioni finanziarie per scambiare euro contro dollari, sono balzati a 92 punti base allorché i fondi monetari statunitensi riducevano la loro esposizione al debito bancario europeo. Per contro, il Libor sul dollaro è salito in misura solo modesta da luglio. Ciò detto, il Libor è calcolato sulla base di quotazioni e non di transazioni effettive, pertanto non vi sono informazioni sui volumi di prestiti realizzati a questo tasso. Le stime del deficit di liquidità in dollari USA delle banche europee indicano che il fabbisogno di finanziamento è rimasto significativo, pur essendo diminuito notevolmente dai massimi del 2007-08 (grafico 8, diagramma di destra). Le rinnovate esigenze di fondi in dollari hanno fatto sì che le banche siano ricorse per la prima volta in sei mesi alle aste in dollari offerte dalla Banca nazionale svizzera e dalla BCE, l'11 e il 17 agosto rispettivamente. Tuttavia, gli attuali spread degli swap e l'utilizzo estremamente ridotto delle linee di swap internazionali in dollari sono rimasti nettamente inferiori ai livelli estremi osservati nell'autunno 2008.

Si rafforza la domanda di attività rifugio

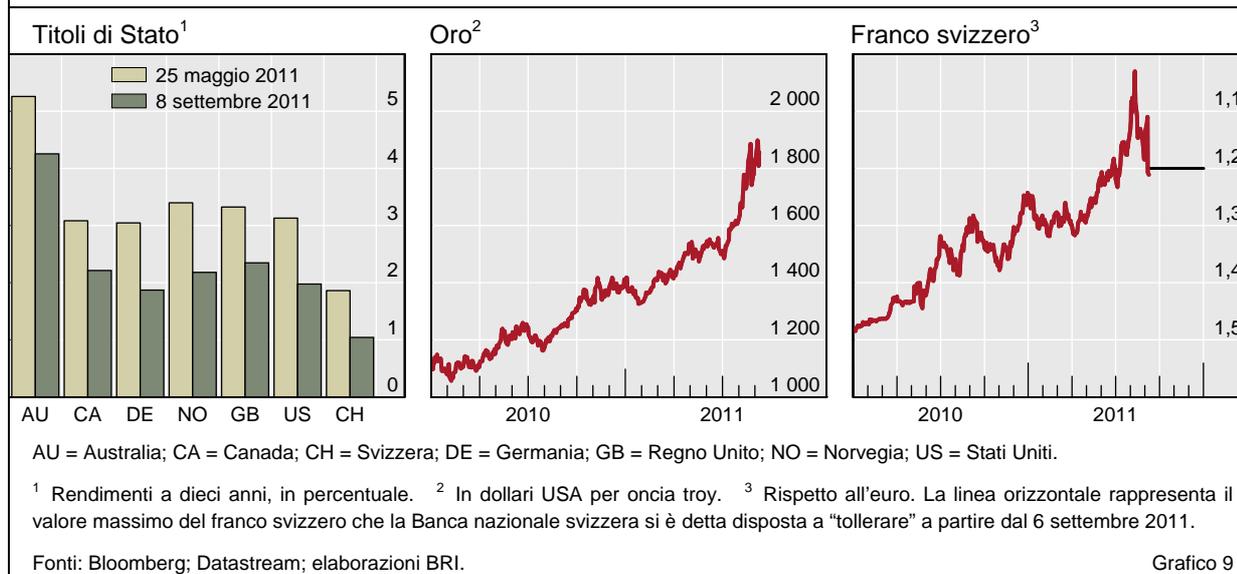
I timori di una recessione in alcune economie avanzate e le forti tensioni sui mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno rafforzato la domanda delle tradizionali attività rifugio. Di conseguenza, i rendimenti di alcune delle obbligazioni sovrane più liquide e a più alto rating sono significativamente diminuiti nel periodo in rassegna (grafico 9, diagramma di sinistra). I rendimenti decennali sulle obbligazioni pubbliche statunitensi, tedesche e svizzere sono scesi sotto il 2%, mentre i tassi di interesse reali sulle emissioni indicizzate all'inflazione a lunga scadenza di Stati Uniti e Regno Unito sono entrati in territorio negativo. I rendimenti nominali di alcuni buoni del Tesoro USA a breve termine sono persino divenuti negativi agli inizi di agosto, sebbene ciò abbia coinciso con l'annuncio che Bank of New York Mellon avrebbe applicato commissioni sui depositi di elevato ammontare. Inoltre, le quotazioni dell'oro hanno toccato nuovi massimi storici (grafico 9, diagramma centrale) e il franco svizzero si è fortemente apprezzato a seguito dei flussi di investimento verso le attività elvetiche (grafico 9, diagramma di destra). Tra queste ultime figuravano i titoli di Stato, che per buona parte di agosto hanno evidenziato rendimenti negativi per le scadenze fino a due anni.

La Banca nazionale svizzera (BNS) ha reagito vigorosamente all'apprezzamento del franco. Il 3 agosto ha annunciato che avrebbe ridotto il tasso obiettivo a un livello "quanto più possibile prossimo allo zero". La BNS ha altresì ampliato gli importi offerti sul mercato interbancario da CHF 30 a 200 miliardi, riducendo nel contempo i tassi applicati per tutte le scadenze. Ciò

L'avversione al rischio degli investitori spinge al rialzo i prezzi delle attività rifugio ...

... provocando l'apprezzamento di alcune valute e spingendo le autorità a intervenire

Prezzi delle attività rifugio



ha contribuito a una flessione del franco svizzero di oltre il 10% nei confronti dell'euro. La divisa elvetica è tuttavia tornata ad apprezzarsi agli inizi di settembre, spingendo la BNS a dichiarare il 6 di quel mese che, con effetto immediato, non avrebbe più tollerato un tasso di cambio EUR/CHF inferiore al livello minimo di CHF 1,20. La BNS avrebbe mantenuto questo tasso minimo con la massima determinazione, dicendosi pronta ad acquistare valuta estera per quantitativi illimitati.

Altri paesi hanno parimenti introdotto misure per contenere le pressioni al rialzo sul valore delle rispettive monete. In Giappone, ad esempio, le autorità hanno venduto yen sui mercati valutari a partire dagli inizi di agosto. Dopo un deprezzamento di breve durata di circa il 2%, il valore dello yen si è stabilizzato nei confronti del dollaro per il resto di agosto e la parte iniziale di settembre. Il 27 luglio il governo brasiliano ha introdotto una tassa dell'1% sulle operazioni domestiche in derivati valutari che diano luogo a posizioni corte in dollari USA superiori a \$10 milioni. Da allora il real brasiliano si è deprezzato di circa il 5% rispetto al dollaro.