

La crisi del debito sovrano dell'area dell'euro muove i mercati finanziari mondiali¹

Le notizie sulla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sono state all'origine di gran parte degli andamenti dei mercati finanziari mondiali fra i primi di settembre e l'inizio di dicembre. Di fronte all'abbassamento dei rating e al clima di incertezza politica, gli operatori hanno richiesto rendimenti maggiori sul debito pubblico di Italia e Spagna. Inoltre, la difficoltà di centrare gli obiettivi di bilancio in un contesto di recessione ha pesato sui prezzi dei titoli di Stato greci e portoghesi.

Le condizioni si sono leggermente stabilizzate in ottobre, nel clima di ottimistica attesa che il vertice UE di fine mese avrebbe proposto misure di ampio respiro per affrontare la crisi. A novembre, tuttavia, gli investitori avevano già cominciato a nutrire scetticismo riguardo all'adeguatezza di alcune di queste misure. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno quindi segnato un aumento generalizzato, che non ha risparmiato gli emittenti con rating più elevato.

Contemporaneamente, le istituzioni finanziarie direttamente esposte ai soggetti sovrani dell'area hanno visto crescere i costi della provvista e deteriorarsi l'accesso al mercato. Le banche colpite hanno preso nuovi provvedimenti per ridurre il grado di leva finanziaria, cedendo attivi e inasprendo le condizioni creditizie. Per contrastare l'accresciuta volatilità dei loro portafogli, le società finanziarie hanno inoltre venduto determinati tipi di attività, fra cui i titoli dei mercati emergenti che, dopo aver subito un crollo in settembre, sono tornati a calare in novembre. Specularmente, per effetto di questa fuga verso la sicurezza, sono aumentati i prezzi delle attività rifugio.

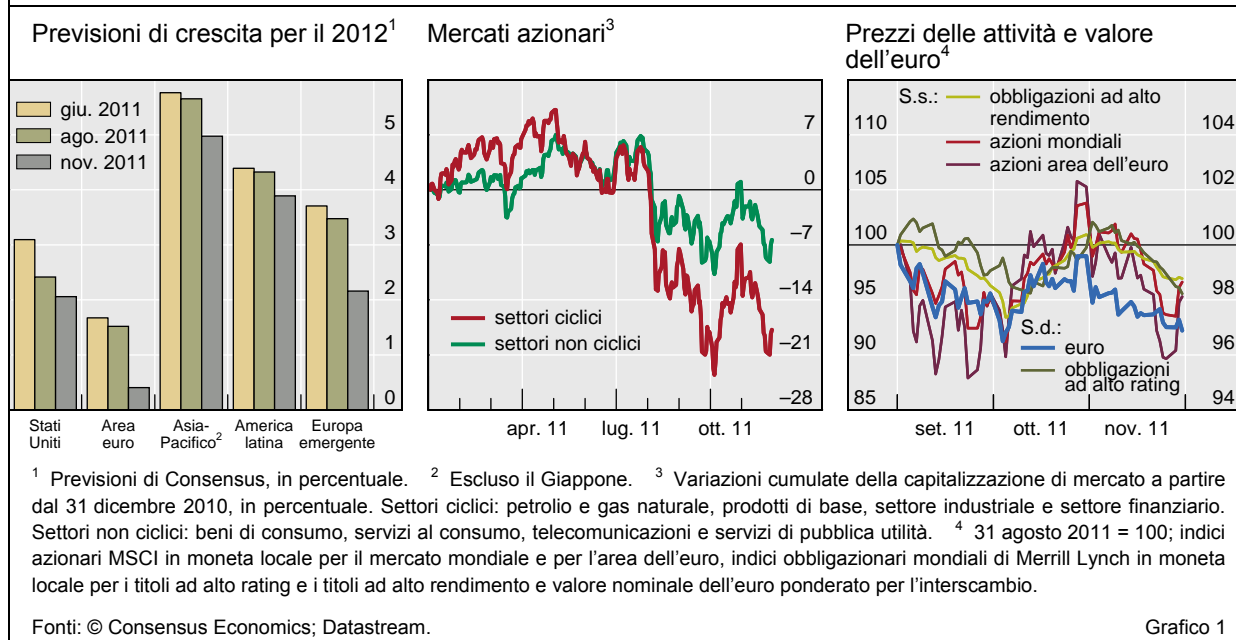
Continuano a peggiorare le aspettative di crescita mondiale

Parallelamente agli sviluppi nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro, le revisioni al ribasso delle aspettative di crescita dell'economia mondiale hanno depresso i prezzi delle attività cicliche in settembre. Tali revisioni, riconducibili

Le quotazioni delle attività cicliche diminuiscono in settembre ...

¹ L'analisi si riferisce al periodo fino al 1° dicembre 2011. Eventuali domande in merito a questo capitolo possono essere rivolte a nick.vause@bis.org o goetz.von.peter@bis.org. Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare magdalena.erdem@bis.org e garry.tang@bis.org.

Aspettative di crescita e prezzi delle attività



all'indebolimento delle prospettive per l'area dell'euro e, in misura minore, per i mercati emergenti (grafico 1, diagramma di sinistra), hanno fatto seguito a quelle di agosto, motivate dal deterioramento dello scenario congiunturale negli Stati Uniti. In ottobre numerosi analisti anticipavano che l'economia dell'area dell'euro si sarebbe contratta nell'ultimo trimestre dell'anno in corso e nei primi mesi del prossimo, ma avrebbe segnato una crescita modesta nell'insieme del 2012. Relativamente ai mercati emergenti, la correzione maggiore delle previsioni di crescita ha interessato l'Europa emergente, nell'anticipazione di un rapido calo dell'espansione creditizia. Gli analisti hanno altresì rivisto al ribasso le previsioni di crescita delle economie emergenti dell'Asia-Pacifico, di riflesso al netto peggioramento delle dinamiche delle esportazioni, in particolare della Cina, e alle devastanti inondazioni in Thailandia. In settembre sono pertanto diminuite le quotazioni delle attività sensibili alla crescita, fra cui i metalli industriali, l'energia e i titoli azionari, specie dei settori ciclici (grafico 1, diagramma centrale).

Le autorità monetarie hanno reagito a questo nuovo deterioramento delle prospettive di crescita mondiale con misure di stimolo supplementari, che dalla fine di settembre hanno impresso un certo slancio alle quotazioni delle attività cicliche. Il 21 settembre la Federal Reserve ha annunciato piani per l'acquisto di ulteriori \$400 miliardi di titoli del Tesoro USA con vita residua superiore a sei anni e la vendita di un ammontare equivalente di titoli con vita residua inferiore a tre anni (cfr. anche l'articolo "L'impatto dei recenti programmi di acquisto di titoli da parte delle banche centrali" in questa edizione della *Rassegna*)². Il differenziale tra i rendimenti dei titoli del Tesoro USA a dieci e a due anni è sceso di 10 punti base il giorno dell'annuncio, principalmente per effetto di una flessione del rendimento decennale. Il 6 ottobre la Bank of England ha ampliato

... ma in seguito
traggono slancio
dallo stimolo
monetario

² Testo integrale disponibile solo in inglese.

di £75 miliardi l'Asset Purchase Programme, che investe principalmente in gilt. L'intervento è stato realizzato con un lieve anticipo e per un importo maggiore rispetto a quanto atteso da numerosi osservatori. Lo stesso giorno la sterlina si è deprezzata dello 0,7% in termini ponderati per l'interscambio, mentre i rendimenti dei gilt sono rimasti sostanzialmente invariati. La Bank of Japan ha parimenti incrementato, di ¥5 trilioni, i programmi di acquisto di titoli di Stato nipponici il 27 ottobre. Il 1° novembre la Reserve Bank of Australia ha annunciato un taglio di 25 punti base del tasso di riferimento, seguita dalla BCE due giorni dopo. I prezzi dei contratti a termine scontavano un'ulteriore riduzione di almeno 25 punti base dei tassi della BCE entro fine anno. Anche le banche centrali di Brasile, Indonesia e Israele hanno abbassato i tassi ufficiali.

Successivamente, sempre in novembre, la commissione del Congresso statunitense istituita per negoziare le riduzioni alla spesa pubblica nei prossimi dieci anni non è riuscita a raggiungere un accordo, aggravando il clima di preoccupazione per la crescita nel breve periodo. Oltre a far scattare tagli automatici alla spesa per \$1,2 trilioni dal 2013, il mancato raggiungimento di un'intesa non ha permesso di dissipare le incertezze sulla politica fiscale per il 2012, e in particolare sulla possibile estensione oltre il 2011 degli sgravi temporanei sui contributi sociali e dell'aumento delle indennità di disoccupazione. In base ai programmi attuali, il governo statunitense rimuoverebbe sia nel 2012 che nel 2013 stimoli fiscali per oltre il 2% del PIL. L'indice azionario S&P 500 ha perso quasi il 2% il 21 novembre, giorno di scadenza del termine dei negoziati della commissione.

La crisi del debito sovrano dell'area dell'euro raggiunge una fase decisiva

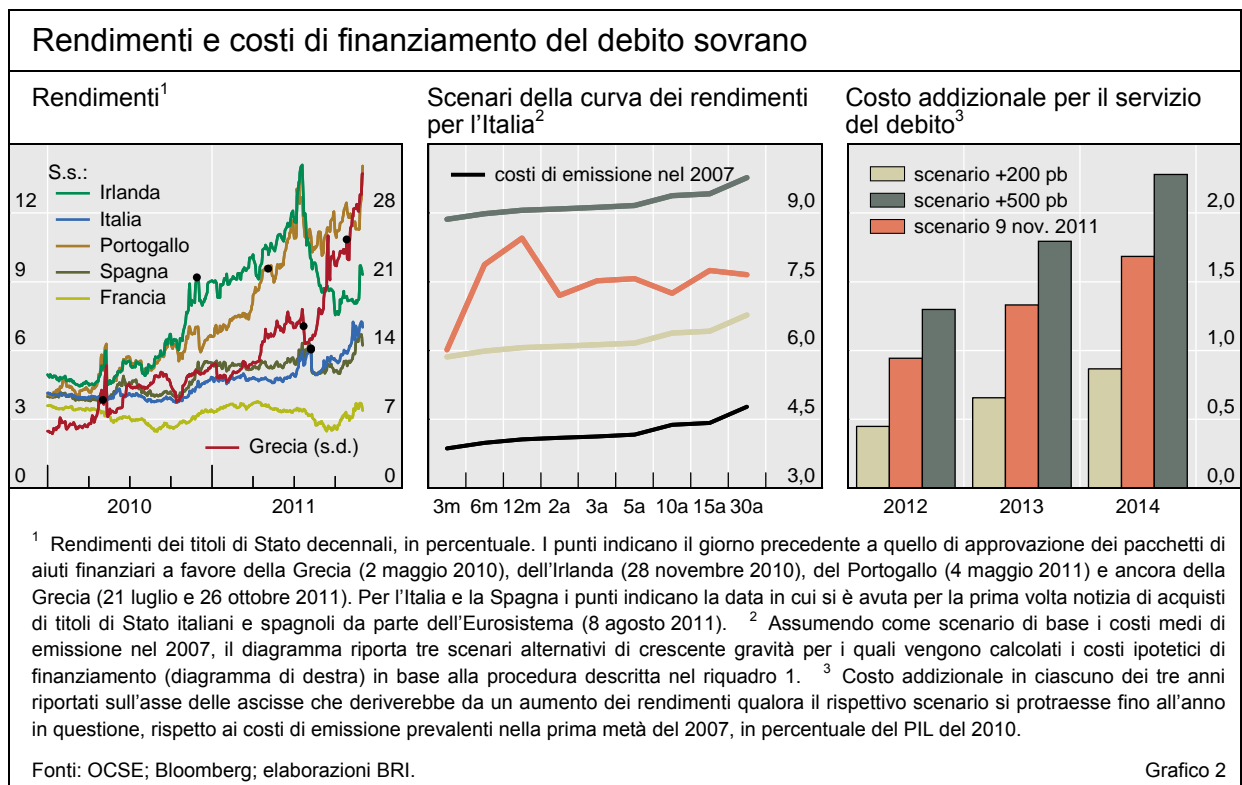
A partire da settembre la crescente apprensione per la sostenibilità del debito dell'area dell'euro ha messo in secondo piano le preoccupazioni degli operatori per l'indebolimento delle prospettive di crescita, divenendo la principale determinante dei prezzi delle attività. Le quotazioni di mercato hanno di fatto seguito da vicino l'andamento della moneta unica, a riprova del ruolo centrale degli sviluppi nell'area dell'euro durante tutto il periodo (grafico 1, diagramma di destra).

I mercati hanno attraversato tre fasi distinte nei tre mesi in esame. In settembre le borse europee hanno segnato una performance peggiore di altri mercati sviluppati a causa dei timori di una nuova recessione e della possibilità di un'insolvenza disordinata. In ottobre la crescente fiducia che le autorità politiche avrebbero finalmente raggiunto un'intesa su un piano di ampio respiro per affrontare la crisi ha fatto recuperare terreno ai listini azionari. All'indomani del vertice dell'area dell'euro del 26 ottobre tutti i mercati, in un clima di sollievo, si sono mossi al rialzo. La terza fase, iniziata il 1° novembre, è stata estremamente tormentata e caratterizzata dal serrato susseguirsi di notizie politiche sulla proposta di referendum in Grecia e le crisi di governo in Grecia e Italia. I mercati non sono riusciti a riprendersi nemmeno dopo l'entrata in funzione in entrambi i paesi di esecutivi orientati alle riforme. I mercati obbligazionari hanno anzi registrato episodi sempre più estesi di intense

pressioni in vendita. Di conseguenza, gli indicatori della volatilità nei mercati obbligazionari e azionari sono rimasti su livelli elevati. Verso la fine di novembre tali mercati hanno tuttavia iniziato a recuperare parte delle precedenti perdite.

Durante tutti questi mesi una serie di dati economici deludenti e l'incertezza riguardo alle politiche hanno messo sotto pressione i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro altamente indebitati. I rendimenti greci e portoghesi sono ulteriormente aumentati, di riflesso alle difficoltà di centrare gli obiettivi di bilancio nel contesto di recessione che attanagliava le rispettive economie. In Irlanda, invece, la crescita delle esportazioni ha fatto scendere i rendimenti e i premi sui *credit default swap* (CDS) ai livelli prevalenti prima che il paese facesse ricorso al finanziamento multilaterale nel novembre 2010 (grafico 2, diagramma di sinistra). Di fronte all'abbassamento dei rating e al clima di incertezza politica, gli operatori hanno richiesto rendimenti maggiori sul debito di Spagna e Italia. Il rialzo dei rendimenti non ha risparmiato nemmeno emittenti sovrani ad alto merito di credito, in particolare la Francia. Le crescenti preoccupazioni per l'affidabilità creditizia dell'Italia, e le conseguenti scommesse degli operatori su un evento creditizio ravvicinato, hanno finito per spingere i premi sui CDS a 2 anni al disopra di quelli degli omologhi strumenti a 10 anni³.

L'aumento delle pressioni di mercato ...



³ Gli eventi creditizi relativi a obbligazioni sovrane comprendono il mancato pagamento, la riacquisizione o la moratoria, e la ristrutturazione (ossia una riduzione dei pagamenti in conto interessi o capitale, ovvero il loro differimento, subordinazione o ridenominazione in un'altra valuta).

... induce le autorità a intervenire

L'accumularsi delle tensioni nei mercati obbligazionari e i connessi problemi di raccolta delle banche hanno spinto le autorità a ricercare misure di ampio respiro per ripristinare la fiducia. Il 26 ottobre i capi di Stato e di Governo dell'area dell'euro hanno concordato un approccio articolato su tre pilastri, ovvero la remissione di debito per la Grecia, l'aumento della capacità di prestito del Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) e la ricapitalizzazione delle banche (tabella 1)⁴. L'annuncio ha convinto gli operatori che certi rischi fossero stati eliminati, infondendo euforia ai mercati finanziari mondiali, specie quelli azionari e creditizi. La reazione del mercato obbligazionario è invece stata più contenuta: gli analisti hanno infatti ritenuto che i fondi da destinare al FESF sarebbero dovuti provenire da questo stesso mercato. Le quotazioni delle azioni bancarie internazionali e dei titoli di Stato greci sono aumentate subito dopo l'annuncio, poiché la svalutazione del 50% prevista per il debito ellenico era inferiore rispetto a quanto indicato dai corsi obbligazionari e dalle proposte circolate. La convinzione che la ristrutturazione volontaria del debito greco non avrebbe fatto scattare i corrispondenti contratti CDS ha inoltre portato a un calo dei relativi premi.

Misure concordate al vertice dell'area dell'euro del 26 ottobre	
Obiettivo	Misure
Ridurre l'onere debitorio della Grecia	Un concambio volontario con uno sconto nominale del 50% sul valore nominale del debito greco detenuto da investitori privati, con l'obiettivo di portare il rapporto debito/PIL al 120% entro il 2020. Gli Stati membri dell'area dell'euro contribuiranno fino a €30 miliardi al pacchetto relativo alla partecipazione del settore privato e si mantengono pronti a erogare finanziamenti aggiuntivi fino a €100 miliardi.
Assicurare il finanziamento degli emittenti sovrani	Piani che prevedono l'estensione da parte del FESF di una protezione parziale dal rischio dei titoli di Stato di nuova emissione a copertura del 20-30% delle perdite e il potenziamento della capacità di prestito del Fondo oltre i €440 miliardi inizialmente convenuti tramite fondi di coinvestimento pubblico-privato.
Ripristinare la fiducia nel settore bancario	Piani per istituire uno schema di garanzia pubblica sul debito bancario e imporre a 70 banche UE di 1) dotarsi di un cuscinetto patrimoniale temporaneo a fronte delle esposizioni al debito sovrano valutate ai prezzi di mercato e 2) raggiungere entro giugno 2012 un coefficiente patrimoniale Core Tier 1 del 9%. Le stime preliminari quantificano il deficit di capitale aggregato a €106 miliardi.

Fonti: Unione Europea; Autorità bancaria europea. Tabella 1

Le rinnovate tensioni sui mercati dei titoli di Stato si concentrano dapprima sull'Italia ...

Tuttavia, la fase di euforia ha avuto vita breve. Già prima che l'annuncio inatteso di un referendum in Grecia facesse paventare scenari estremi e sprofondare i mercati il 1° novembre, gli operatori avevano cominciato a nutrire dubbi sulle modalità di attuazione di queste misure. Nonostante l'annullamento del referendum tre giorni dopo, il clima di incertezza politica ha continuato a destabilizzare i mercati. Il 9 novembre le ampie oscillazioni infragiornaliere dei rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno colto di sorpresa gli operatori. In seguito alla decisione di una stanza di compensazione nel Regno Unito di

⁴ Un secondo vertice europeo ha avuto luogo l'8-9 dicembre, quando questo testo era già andato in stampa.

innalzare i margini richiesti, i BTP decennali hanno perso il 5%, con un'impennata dei rendimenti a 576 punti base sopra il Bund tedesco.

Questo episodio ha destato il timore che un prolungato periodo di turbolenza nei mercati obbligazionari potesse sfociare in una crisi di finanziamento autorealizzantesi nel terzo mercato dei titoli di Stato al mondo⁵. Tuttavia, semplici simulazioni (cfr. riquadro 1) dei costi per il servizio del debito pubblico italiano in diversi scenari relativi alla curva dei rendimenti (grafico 2, diagramma centrale) indicano che l'Italia dovrebbe essere in grado di sostenere rendimenti elevati per un certo tempo, a condizione di mantenere l'accesso al mercato. Considerata la vita residua media relativamente lunga del debito italiano (7 anni), occorrerebbe molto tempo prima che i rendimenti elevati si traducessero in costi aggiuntivi significativi per il servizio del debito. Se la curva dei rendimenti osservata il 9 novembre si mantenesse per tutto il 2012, il costo annuale aggiuntivo ammonterebbe allo 0,95% del PIL del 2010 (grafico 2, diagramma di destra). Anche lo scenario più pessimistico utilizzato nella simulazione dovrebbe perdurare per almeno tre anni perché i costi aggiuntivi annuali superino il 2% del PIL.

Riquadro 1 – Simulazione dei costi per il servizio del debito italiano

In questo riquadro viene presentata una stima dei costi per il servizio del debito pubblico italiano in funzione di vari scenari riguardanti la curva dei rendimenti. Lo scenario di base utilizza i costi di emissione medi prevalenti nella prima metà del 2007, prima dello scoppio della crisi finanziaria internazionale. In due scenari alternativi, l'intera curva dei rendimenti viene traslata verso l'alto rispettivamente di 200 e 500 punti base, mentre un terzo scenario alternativo utilizza la curva dei rendimenti italiani osservata il 9 novembre 2011 (grafico 2, diagramma centrale).

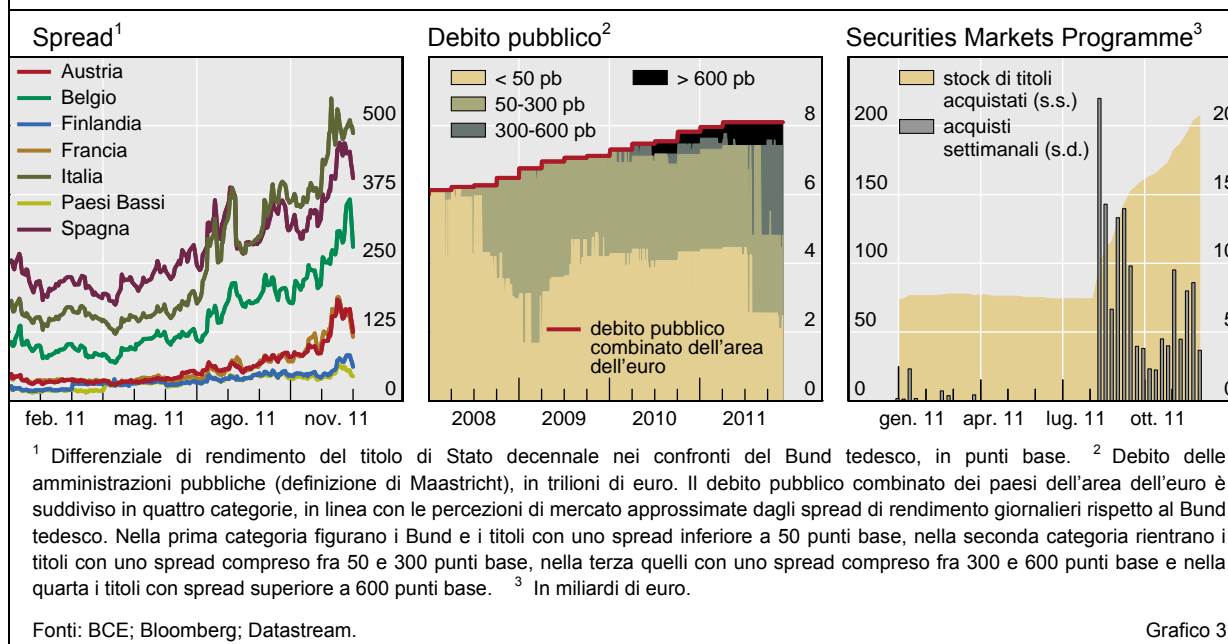
La fase successiva della simulazione consiste nella costruzione di un *database* di tutti i titoli di debito in essere in ciascun momento del periodo considerato. A tal fine, si calcola dapprima il profilo temporale dei futuri pagamenti per interessi e rimborsi relativi al debito esistente; successivamente, vengono sottratti gli avanzi primari futuri previsti dal governo, così da ottenere il fabbisogno lordo di collocamento. Si ipotizza che nel soddisfare tale fabbisogno il Tesoro italiano segua la stessa politica di emissione degli anni 2010-11, ossia che mantenga invariata la composizione per scadenze del debito. Ciò presuppone che il Tesoro non adegui in maniera dinamica la propria politica di emissione modificando le scadenze in risposta alle variazioni della curva dei rendimenti. È pertanto probabile che le stime qui descritte sopravvalutino i costi per il servizio del debito.

Le curve dei rendimenti dei vari scenari sono quindi applicate ai rispettivi titoli di debito su un orizzonte di tre anni. Mentre un aumento dei rendimenti innalza i costi per il servizio dei titoli a tasso fisso limitatamente alle *nuove emissioni*, nel caso degli strumenti a tasso variabile esso si ripercuote sia sui titoli nuovi che su quelli in essere⁶. I costi complessivi per il servizio del debito in ciascuno scenario, aggregati per anno, sono successivamente espressi in rapporto ai costi dello scenario di base, ottenendo i costi *addizionali* riportati nel grafico 2 (diagramma di destra). La simulazione si fonda sull'ipotesi di un accesso ininterrotto al mercato e non intende offrire una valutazione della sostenibilità del debito.

⁶ Per quanto riguarda i titoli indicizzati all'inflazione, si ipotizza che le aspettative di inflazione restino costanti ai livelli attuali e che i rendimenti reali si muovano pertanto parallelamente a quelli nominali in tutti gli scenari considerati.

⁵ Con €1,9 trilioni di debito pubblico in essere e €1,6 trilioni di titoli negoziabili, il mercato italiano dei titoli di Stato è il terzo per dimensioni dopo quelli di Giappone e Stati Uniti.

Restringimento dell'universo di emissioni ritenute affidabili



... ma successivamente si spostano sugli Stati al centro dell'area

Le tensioni nei mercati dei titoli di Stato si sono ulteriormente acuite anche dopo che in Grecia e in Italia sono entrati in carica nuovi governi per attuare le riforme. L'aumento dei rendimenti ha segnato un'accelerazione generalizzata (grafico 3, diagramma di sinistra), che ha riportato i costi di finanziamento di alcuni Stati ai livelli precedenti l'introduzione dell'euro. Il 17 novembre la Spagna ha emesso obbligazioni decennali con rendimenti appena inferiori al 7% e 12 giorni dopo un'analoga asta italiana si è conclusa con un rendimento del 7,56%. L'Eurosistema ha continuato ad acquistare quantità ridotte di titoli di Stato, portando l'ammontare delle emissioni detenute nell'ambito del Securities Markets Programme a €207 miliardi al 1° dicembre (grafico 3, diagramma di destra). Durante alcune delle giornate più volatili di novembre l'ascesa dei rendimenti sarebbe stata arrestata solo dagli acquisti ufficiali. Tuttavia, l'Eurosistema non ha ceduto alle crescenti pressioni internazionali che chiedevano acquisti su larga scala.

A più riprese gli investitori hanno cercato di sbarazzarsi di titoli di Stato sino ad allora considerati sicuri. I differenziali di rendimento sul debito di Austria e Francia sono saliti a quasi 200 punti base, e persino gli spread tra le emissioni di Finlandia e Paesi Bassi e i Bund tedeschi si sono ampliati (grafico 3, diagramma di sinistra). Le pressioni in vendita nel mercato del debito sovrano si sono così propagate sempre più tra i paesi al centro dell'area e il Bund è rimasto praticamente l'unico titolo con rating AAA dell'area a beneficiare ancora della fiducia dei mercati (grafico 3, diagramma centrale). L'universo delle emissioni ritenute affidabili sembra quindi essersi ristretto proprio mentre aumentava la domanda di beni rifugio, che si è pertanto rivolta al di fuori dell'area dell'euro (cfr. il grafico 8 a fine capitolo). Persino l'asta di Bund tedeschi del 23 novembre ha avuto scarso successo, soddisfacendo appena il 65% dell'obiettivo di collocamento. Benché a fine novembre i mercati

si siano calmati, queste tensioni in alcuni dei maggiori mercati di titoli di Stato dell'area dell'euro hanno reso gli operatori inquieti; esse potrebbero aver danneggiato la base di investitori, in quanto gli investitori con un orizzonte di lungo periodo come le compagnie di assicurazione e i fondi pensione si affidano ai mercati del debito sovrano per la conservazione del capitale.

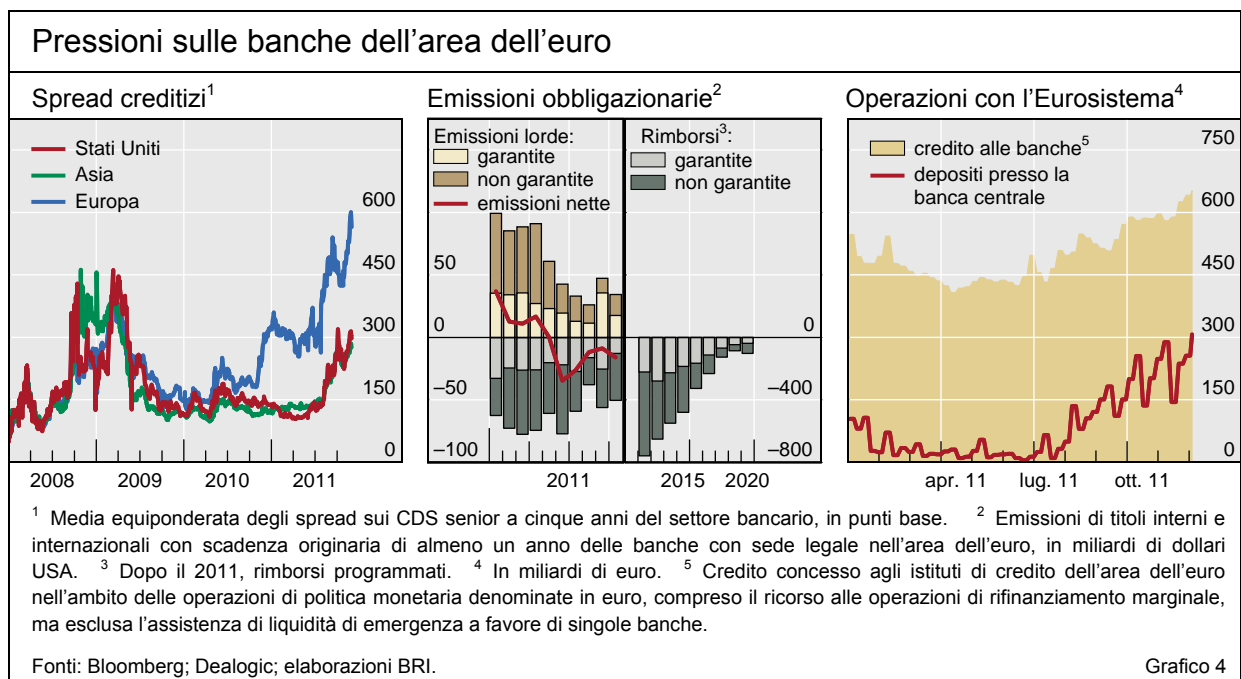
La raccolta e la solvibilità delle banche sotto il riflettore

L'intensificarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro è andata di pari passo con la debolezza del settore bancario. Sebbene durante tutto l'anno le banche fossero state alle prese con problemi di provvista, le autorità e gli operatori hanno rivolto un'attenzione crescente alla questione della loro solvibilità. Questo aspetto è stato portato alla ribalta dal salvataggio di Dexia, la banca franco-belga attiva nel finanziamento del settore pubblico, nonché dal fallimento di MF Global, società di brokeraggio statunitense. Entrambi gli istituti si sono trovati nell'impossibilità di finanziarsi sui mercati allorché i prestatori hanno cominciato a dubitare della loro solvibilità futura, considerata la loro significativa esposizione al debito sovrano dell'area dell'euro.

Le agenzie di rating hanno declassato numerose banche europee, in alcuni casi per l'aumento del rischio sovrano, in altri per l'erosione del sostegno pubblico percepito (cfr. il riquadro 2). Nel caso di diverse banche francesi, inoltre, la decisione è stata motivata dalla protratta dipendenza dagli instabili mercati del finanziamento all'ingrosso. Gli spread creditizi medi delle banche europee si sono quindi ulteriormente allontanati da quelli degli istituti asiatici e statunitensi (grafico 4, diagramma di sinistra), superando i livelli osservati all'indomani del fallimento di Lehman Brothers nel 2008.

Nel contesto di volatilità dei mercati, questi declassamenti hanno aggravato le difficoltà di finanziamento delle banche europee. Quelle

Ondate di declassamenti bancari ...



... aggravano le difficoltà di finanziamento delle banche ...

dell'Europa meridionale, a eccezione di alcuni operatori globali, avevano già perso l'accesso al mercato in precedenza. Alcuni istituti francesi sono stati sottoposti a uno scrutinio senza precedenti. Le emissioni obbligazionarie nette delle banche dell'area dell'euro hanno continuato a essere negative dalla metà dell'anno (grafico 4, diagramma centrale; cfr. anche pag. 5 del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI" in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Sono state emesse obbligazioni garantite, ma il segmento dei prestiti non garantiti a medio termine è rimasto di fatto inattivo. Al tempo stesso, i fondi monetari statunitensi hanno seguito a ridurre i finanziamenti alle banche europee (-42% da fine maggio) per evitare l'esposizione indiretta al rischio sovrano. A novembre il costo degli swap per scambiare euro contro dollari ha raggiunto il livello massimo dal dicembre 2008. Le difficoltà di finanziamento sono probabilmente destinate a perdurare, considerato che entro la fine del 2014 giungeranno a scadenza titoli bancari per quasi \$2 trilioni. Il 13% circa di questi titoli è costituito da emissioni con garanzie statali collocate soprattutto nel 2009 a scadenze che potrebbero essere difficili da rinnovare a condizioni ragionevoli.

... inducendo l'Eurosistema a fornire ulteriore sostegno alla liquidità

Le persistenti difficoltà di provvista incontrate dalle banche sulla scia delle tensioni nei mercati del debito sovrano hanno chiamato in causa l'Eurosistema. Le banche centrali dell'area dell'euro hanno continuato a fornire abbondante liquidità al sistema finanziario. La crescente riluttanza delle banche a finanziarsi vicendevolmente ha fatto sì che una parte del mercato interbancario si sia di fatto spostata nel bilancio dell'Eurosistema. Il ricorso ai depositi presso la banca centrale ha toccato un massimo di quasi €300 miliardi il 7 novembre, mentre il credito alle banche ha raggiunto un ammontare doppio (grafico 4, diagramma di destra), fluito per oltre la metà agli istituti con sede in Francia, Irlanda e Italia. Le banche francesi hanno preso in prestito €141 miliardi, compensando parte del finanziamento perso nei mercati all'ingrosso. I fondi ricevuti da banche italiane erano balzati a €111 miliardi a fine ottobre, accrescendo la dipendenza dal finanziamento della BCE al 2,8% del loro bilancio aggregato. Per attenuare le difficoltà di raccolta sono state adottate anche altre misure, quali l'offerta di liquidità di emergenza, la reintroduzione delle operazioni di rifinanziamento a un anno e un secondo programma di acquisti di obbligazioni bancarie garantite per €40 miliardi.

L'intervento coordinato delle banche centrali per fornire liquidità a livello internazionale il 30 novembre ha ricevuto un'accoglienza positiva nei mercati. La Federal Reserve e la Banca centrale europea, insieme alle banche centrali di Canada, Giappone, Regno Unito e Svizzera, hanno concordato di dimezzare il costo delle linee di swap in dollari USA a 50 punti base sopra il tasso *overnight index swap* (OIS) e di istituire linee di swap bilaterali di emergenza nelle rispettive valute. Gli operatori di mercato hanno salutato favorevolmente l'azione concertata delle banche centrali: nello stesso giorno i principali indici azionari hanno guadagnato il 3-4% e i rendimenti delle obbligazioni dell'area dell'euro, nonché i premi sui CDS sovrani, sono sensibilmente diminuiti. I differenziali degli swap su valute superiori a 50 punti base sono immediatamente scesi. In particolare, il premio pagato dalle istituzioni finanziarie per scambiare euro contro dollari è calato da 151 a 119 punti base.

Riquadro 2 – Le diverse cause dei recenti declassamenti di rating delle banche

Nikola Tarashev

Le agenzie di rating hanno abbassato la valutazione di numerose banche a partire dalla primavera del 2011. Nel motivare tali provvedimenti le agenzie stesse e gli osservatori di mercato hanno citato il legame fra le società finanziarie e i rispettivi soggetti sovrani quale importante determinante del merito di credito delle banche. Il presente riquadro illustra come le agenzie di rating abbiano considerato la diversa dinamica seguita da tale legame nei vari paesi. In alcuni casi i recenti declassamenti delle banche sono andati di pari passo con quelli dei corrispondenti paesi, in linea con l'accresciuta interdipendenza fra lo stato di salute finanziaria delle società finanziarie e quello dei rispettivi soggetti sovrani. Per contro, in altri casi la riduzione del rating ha rispecchiato iniziative ufficiali volte a ridurre il sostegno pubblico a favore delle banche.

In teoria, il soggetto sovrano può influenzare sia il giudizio sulla solidità finanziaria di una banca (*financial-strength rating*) – che ne misura la solvibilità intrinseca – sia il giudizio complessivo (*all-in rating*), che considera anche la portata e la probabilità di un sostegno esterno[®]. Le difficoltà di un soggetto sovrano possono esercitare pressioni al ribasso sui rating della solidità finanziaria degli istituti di credito nazionali, in quanto accrescono la probabilità di insolvenza di questi ultimi e ne pregiudicano l'accesso ai mercati della provvista. Inoltre, un deterioramento delle finanze pubbliche riduce la *capacità* del soggetto sovrano di fornire assistenza, spingendo verso il basso il rating complessivo delle banche nazionali e avvicinandolo a quello della solidità finanziaria. Analogamente, una minore *disponibilità* a utilizzare il denaro dei contribuenti per soccorrere le banche riduce il miglioramento di rating dovuto al sostegno pubblico, e abbassa quindi i rating complessivi delle banche, anche a parità di giudizio sulla loro solidità finanziaria.

Su un campione di circa 50 banche, i declassamenti del rating complessivo annunciati nell'ultimo semestre dalle tre principali agenzie di rating (Fitch, Moody's e Standard & Poor's) hanno riguardato in gran parte istituti europei (tabella A), mentre non vi è stato nessun caso di aumento di questa categoria di rating. È probabile che le decisioni delle agenzie siano state influenzate da due sviluppi paralleli: in alcuni paesi europei i soggetti sovrani hanno incontrato gravi difficoltà finanziarie; in altri, invece, le autorità si sono esplicitamente impegnate a ridurre il sostegno fornito alle banche, rafforzando questo impegno con l'allestimento di schemi di risoluzione delle crisi bancarie.

Declassamenti del rating complessivo delle banche¹

	DE	FR	ES	IT	IE	PT	GR	CH	GB	US
Fitch	0 (8)	0 (3)	4 (4)	7 (8)	0 (3)	3 (3)	3 (3)	1 (2)	2 (6)	0 (6)
Moody's	3 (6)	1 (5)	2 (6)	7 (7)	2 (3)	4 (4)	3 (3)	0 (2)	3 (6)	2 (7)
Standard & Poor's	0 (9)	2 (5)	4 (6)	7 (8)	0 (3)	0 (4)	3 (3)	0 (2)	0 (5)	0 (6)

CH = banche svizzere; DE = banche tedesche; ES = banche spagnole; FR = banche francesi; GB = banche britanniche; GR = banche greche; IE = banche irlandesi; IT = banche italiane; PT = banche portoghesi US = banche statunitensi.

¹ Periodo campione: 1° aprile-29 novembre 2011 per i rating di Fitch e Moody's e 1° aprile-28 novembre 2011 per i rating di Standard and Poor's. Fra parentesi è riportato il numero totale di banche del campione per le singole coppie paese-agenzia di rating.

Fonte: Bloomberg.

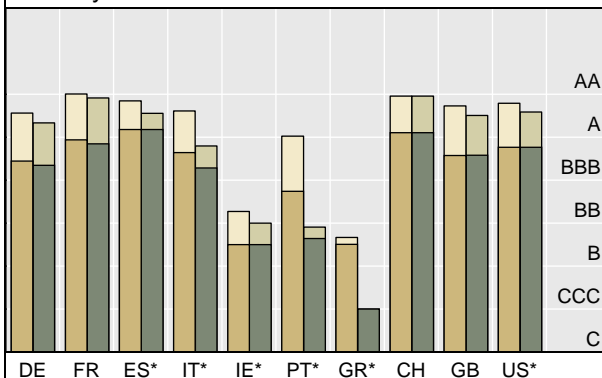
Tabella A

Al fine di comprendere meglio le possibili motivazioni alla base dei recenti declassamenti del rating complessivo, è necessario esaminare anche i rating della solidità finanziaria delle banche e i corrispondenti rating sovrani. Un insieme coerente di tali rating è disponibile soltanto per Fitch e Moody's. Nel complesso, i dati indicano che le due agenzie distinguono fra tre gruppi di paesi, a seconda dell'evoluzione del legame fra finanze pubbliche e finanze bancarie (grafico A).

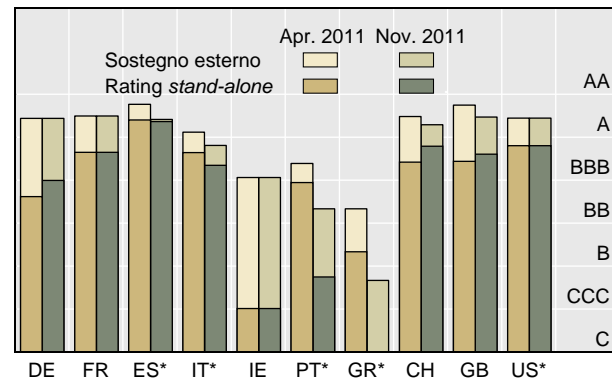
Rating della solidità finanziaria e importanza del sostegno esterno¹

Medie ponderate in base agli attivi

Moody's



Fitch



Gli asterischi segnalano i paesi declassati o messi sotto osservazione in vista di un declassamento dall'agenzia di rating pertinente durante il periodo campione.

¹ Il rating della solidità finanziaria (*stand-alone rating*) sommato al miglioramento di rating dovuto al sostegno esterno dà luogo al rating complessivo (*all-in rating*). Per agevolare il confronto, i rating di Moody's sono stati convertiti in base alla scala di rating di Fitch. Per informazioni più dettagliate sul periodo campione, il numero di banche nel campione e il significato dei codici utilizzati per i paesi, cfr. la precedente tabella A.

Fonti: Bloomberg; The Banker Database.

Grafico A

Nel primo gruppo di paesi il legame è rimasto pressoché immutato nell'arco dell'ultimo semestre: i rating sovrani, elevati, non sono variati e le loro prospettive si sono mantenute perlopiù stabili. Del pari, non sono mutati i rating complessivi delle banche o i miglioramenti di rating dovuti al sostegno pubblico. A questo gruppo di paesi appartengono la Francia (secondo entrambe le agenzie) e la Svizzera (in base a Moody's) o la Germania e gli Stati Uniti (in base a Fitch).

Al secondo gruppo appartengono i paesi che, a giudizio delle agenzie di rating, si trovano in difficoltà e dispongono pertanto di una capacità ridotta di fornire sostegno alle banche. Le azioni di rating intraprese nei loro confronti nell'ultimo trimestre fanno ritenere che la prolungata situazione di crisi abbia rafforzato l'interdipendenza fra lo stato di salute del soggetto sovrano e quello delle banche. Almeno una delle due agenzie ha declassato i soggetti sovrani di questo gruppo o assegnato un *outlook* negativo ai loro rating, il che ha ridotto la capacità percepita di fornire sostegno ufficiale alle banche e, di conseguenza, i rating complessivi di queste ultime². In certi casi, l'esposizione verso soggetti sovrani in difficoltà ha contribuito all'abbassamento anche del giudizio sulla solidità finanziaria delle banche. A questo gruppo di paesi appartengono la Grecia, l'Italia, il Portogallo e la Spagna (secondo entrambe le agenzie), nonché l'Irlanda e gli Stati Uniti (in base a Moody's)³.

Infine, nel terzo gruppo rientrano i paesi che le due agenzie considerano finanziariamente stabili ma meno propensi a fornire sostegno pubblico alle banche, a indicazione di uno sganciamento fra lo stato di salute del soggetto sovrano e quello delle banche nazionali. In questi paesi i soggetti sovrani hanno mantenuto rating eccellenti e prospettive stabili, mentre le banche hanno subito un deterioramento dei rating complessivi, anche in presenza di un giudizio stabile o migliore sulla loro solidità finanziaria. Figurano in questo gruppo il Regno Unito (secondo entrambe le agenzie) e la Svizzera (in base a Fitch) o la Germania (in base a Moody's).

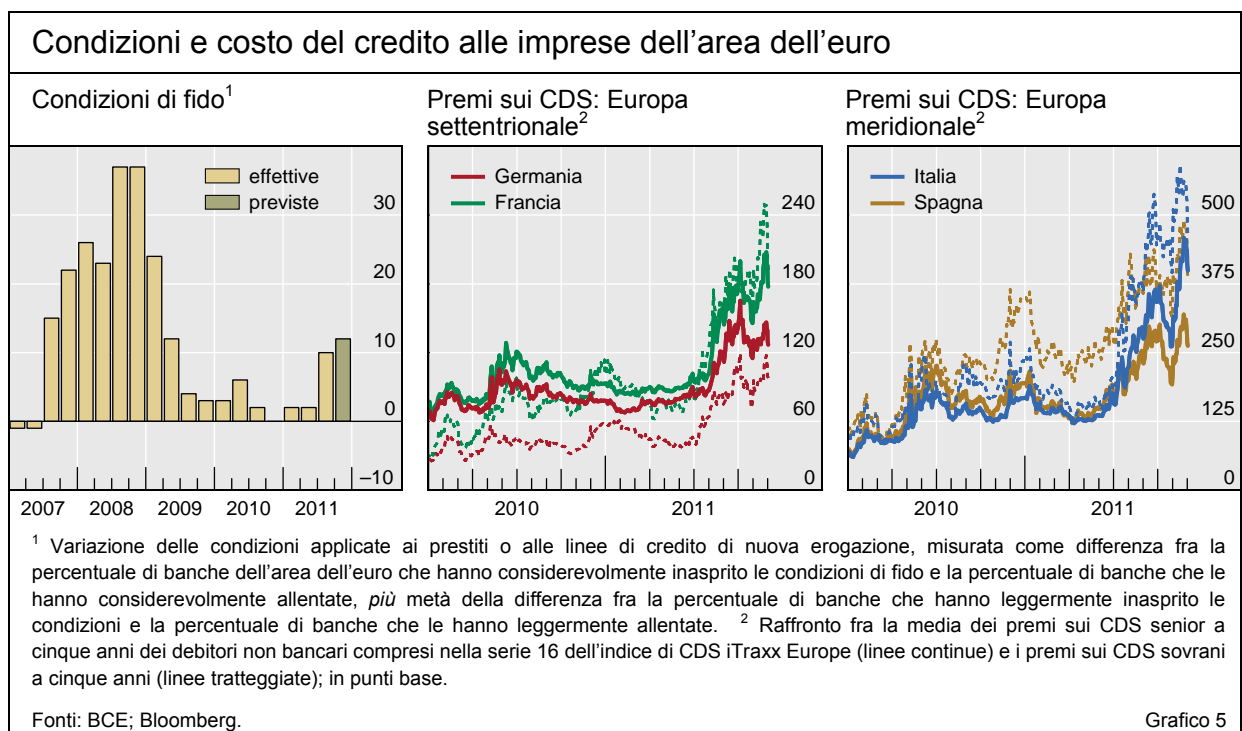
² Cfr. F. Packer e N. Tarashev (2011): "[Le metodologie di rating applicate alle banche](#)", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno (testo integrale disponibile solo in inglese); e CSFG (2011): "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", pubblicazione n. 43, luglio. ³ L'unica eccezione al riguardo proviene dai rating assegnati da Fitch alle banche greche. Essi si trovano attualmente al livello più basso per quanto riguarda la solidità finanziaria, ma risultano significativamente migliori in termini complessivi grazie alla percezione di sostegno pubblico. ⁴ Fitch aveva declassato l'Irlanda e le banche irlandesi *prima* dell'inizio del periodo campione, nell'aprile 2011.

L'ampio novero di misure a sostegno della liquidità ha permesso di guadagnare tempo, senza tuttavia attenuare le difficoltà di provvista a medio termine delle banche, da cui l'enfasi attualmente posta sui piani di rafforzamento del settore bancario. Sebbene gli schemi di garanzia per il debito bancario di nuova emissione rimangano nella sfera di competenza nazionale, l'Autorità bancaria europea (EBA) ha pubblicato gli obiettivi di patrimonializzazione per 70 banche europee al fine di promuovere le necessarie ricapitalizzazioni stimate a €106 miliardi (tabella 1). Poiché i coefficienti patrimoniali possono essere raggiunti anche tramite la dismissione di attività rischiose, gli operatori di mercato hanno iniziato a temere che le difficoltà di raccolta e l'elevato valore a rischio potrebbero far propendere le banche per un ridimensionamento dei propri bilanci, con possibili ripercussioni macroeconomiche all'interno e all'esterno dell'Europa.

Le pressioni potrebbero indurre le banche a cedere attività

Le banche dell'area dell'euro hanno già inasprito le condizioni e innalzato i tassi di interesse applicati ai prestiti alle imprese e alle famiglie durante tutto il periodo in rassegna. Le recenti rilevazioni effettuate nell'ambito dell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema indicano che numerose banche dell'area dell'euro avevano irrigidito i criteri di concessione del credito nel terzo trimestre dell'anno e prevedevano di continuare a farlo nel quarto (grafico 5, diagramma di sinistra). L'irrigidimento, tuttavia, non era così netto come durante la fase più acuta della crisi finanziaria del 2008 e il volume dei prestiti erogati dalle banche dell'area dell'euro al settore privato non ha registrato contrazioni in ottobre. Stando all'indagine, una delle principali cause della stretta sono state le condizioni di finanziamento delle banche stesse. Nel segmento dei prestiti consorziali, ad esempio, l'incidenza delle banche dell'area dell'euro sui nuovi crediti internazionali è scesa in ottobre al 18%, dal 26% di un anno prima. Inoltre, il tasso di interesse medio su tutti i nuovi prestiti

Il costo e le condizioni di finanziamento si deteriorano



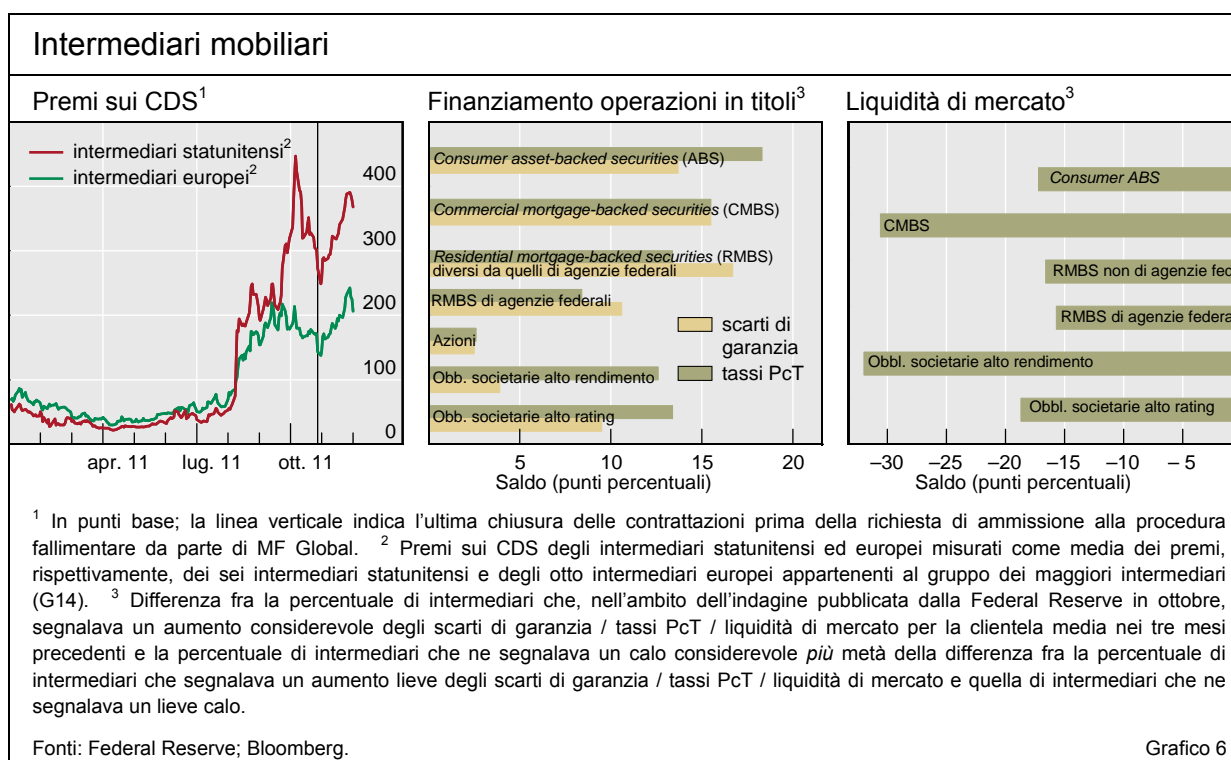
erogati alle imprese dagli istituti dell'area dell'euro ha registrato una crescita pressoché costante, di un punto percentuale, nell'anno fino a settembre compreso. Le banche in Grecia e Portogallo hanno innalzato i tassi di interesse di circa 2 punti percentuali. Il tasso medio sui nuovi finanziamenti non garantiti alle famiglie è parimenti aumentato di circa un punto percentuale. I premi sui CDS relativi a emittenti societari, aumentati di pari passo con quelli dei CDS sovrani negli ultimi mesi, indicano che i costi di finanziamento per le imprese sono ulteriormente saliti dalla fine di settembre (grafico 5, diagrammi centrale e di destra).

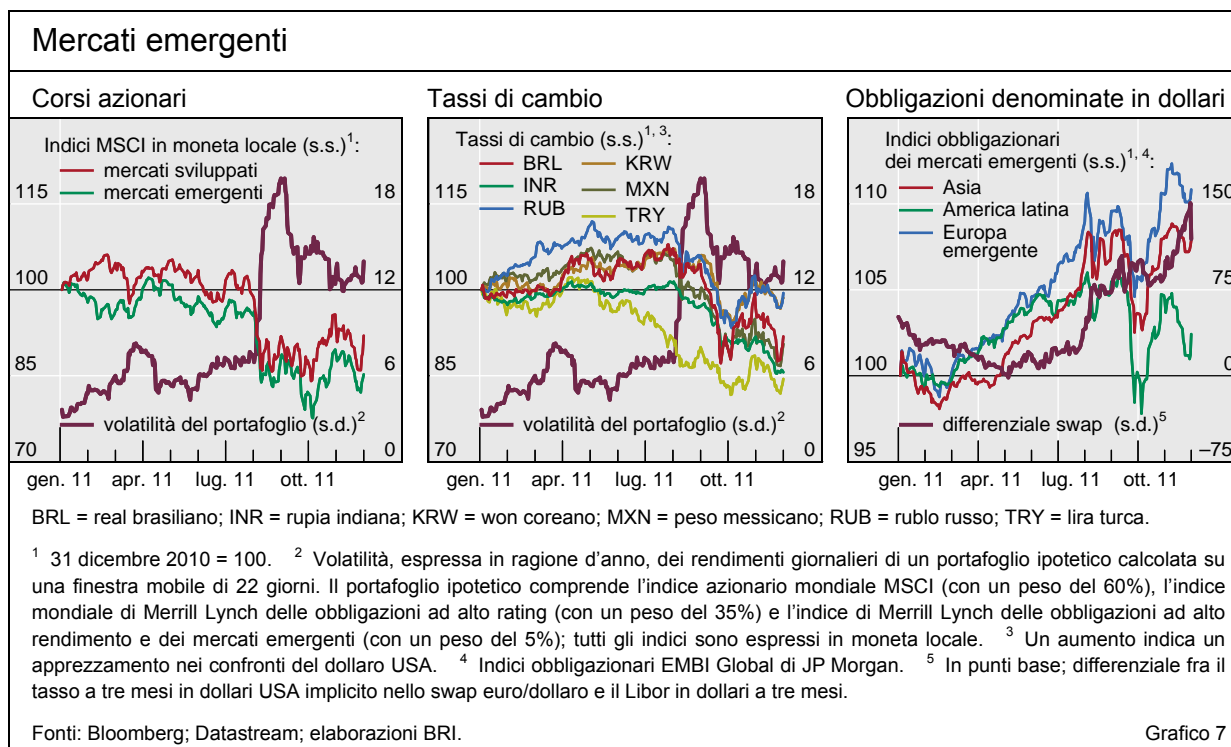
Le ripercussioni a livello mondiale

Aumentano i costi di finanziamento degli intermediari mobiliari ...

Con il calo delle quotazioni di mercato delle emissioni sovrane e bancarie dell'area dell'euro e l'accentuarsi della loro volatilità sono aumentati i costi di raccolta delle istituzioni finanziarie esposte a queste attività. Ciò ha riguardato in particolare gli intermediari mobiliari, che operano generalmente con una leva finanziaria significativa e facendo ampio ricorso al finanziamento all'ingrosso. Inoltre, alcuni di questi operatori potrebbero aver avuto esposizioni significative a titoli sovrani tramite derivati, tradizionalmente non coperte da garanzia. I premi sui CDS a breve scadenza sono sensibilmente aumentati per gli intermediari statunitensi ed europei nei mesi di settembre e novembre (grafico 6, diagramma di sinistra). L'incremento di novembre, in particolare, ha avuto luogo dopo che il fallimento di MF Global ha evidenziato l'importanza dei rischi sovrani.

Di fronte al deteriorarsi delle proprie condizioni di provvista, gli intermediari mobiliari hanno inasprito le condizioni di finanziamento delle





operazioni in titoli e ridotto l'attività di *market-making*. Un'indagine della Federal Reserve su 20 grandi intermediari mobiliari, pubblicata in ottobre, mostrava che il finanziamento di *asset-backed securities*, obbligazioni societarie e azioni era già divenuto di recente più costoso e richiedeva maggiori garanzie (grafico 6, diagramma centrale). In aggiunta, in tali mercati si era ridotta la liquidità (grafico 6, diagramma di destra). Secondo fonti di mercato, quest'ultimo fenomeno era il frutto del tentativo dei *market-maker* di ridurre le scorte, il cui valore era divenuto molto più volatile. Esso ha tuttavia accentuato la volatilità, poiché le operazioni hanno avuto un impatto maggiore sui prezzi.

I prezzi delle attività rischiose, al pari della liquidità di provvista e di mercato, si sono mossi in linea con l'evoluzione della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Le quotazioni sia azionarie sia obbligazionarie sono diminuite in settembre, per poi aumentare in ottobre e tornare a calare in novembre, di pari passo con il valore dell'euro ponderato per l'interscambio (grafico 1, diagramma di destra).

I mercati emergenti hanno risentito negativamente della crisi dell'area dell'euro: gli investitori hanno ritirato oltre \$25 miliardi dai fondi dei mercati emergenti, in particolare azionari, in agosto e settembre. Le quotazioni azionarie di questi mercati hanno subito un netto calo in settembre, persino superiore a quello delle azioni dei mercati sviluppati, in seguito all'impennata della volatilità dei portafogli degli investitori (grafico 7, diagramma di sinistra). Ciò fa ritenere che le attività rischiose possano essere state vendute per ridurre tale volatilità, a prescindere dalle loro prospettive intrinseche. Le previsioni congiunturali per le economie emergenti dell'America latina e dell'Asia-Pacifico, in effetti, sono rimaste pressoché invariate in settembre, ma le quotazioni hanno comunque subito un drastico calo.

... con conseguenze sul finanziamento e la negoziazione titoli

I prezzi delle attività rischiose si muovono in linea con la crisi nell'area dell'euro

I prezzi delle attività dei mercati emergenti accusano i disinvestimenti degli operatori internazionali ...

... che rimpatriano capitali nell'area dell'euro

I deflussi dai fondi dei mercati emergenti sembrano riflettere il rimpatrio di capitali da parte degli investitori dell'area dell'euro. I \$25 miliardi di disinvestimenti da tali fondi sono infatti coincisi con l'afflusso verso l'area dell'euro di oltre €85 miliardi di investimenti di portafoglio derivanti dalla riduzione di attività all'estero. Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti mostrano che un'ampia quota di questi capitali ha avuto come destinazione la Francia. A corroborare la tesi del rimpatrio concorrono anche alcuni dei maggiori ribassi degli indici obbligazionari in valuta locale osservati in mercati emergenti caratterizzati da una presenza significativa di investitori internazionali, come l'Indonesia, il Messico e il Sudafrica. La conversione in euro delle attività dei mercati emergenti avrebbe esercitato pressioni al ribasso sui tassi di cambio delle economie emergenti, che hanno effettivamente registrato marcate flessioni in settembre (grafico 7, diagramma centrale). Diverse banche centrali, tra cui quelle di Brasile, Corea del Sud, Indonesia, Russia, Turchia e Ungheria, sarebbero intervenute nei mercati valutari per sostenere i rispettivi tassi di cambio.

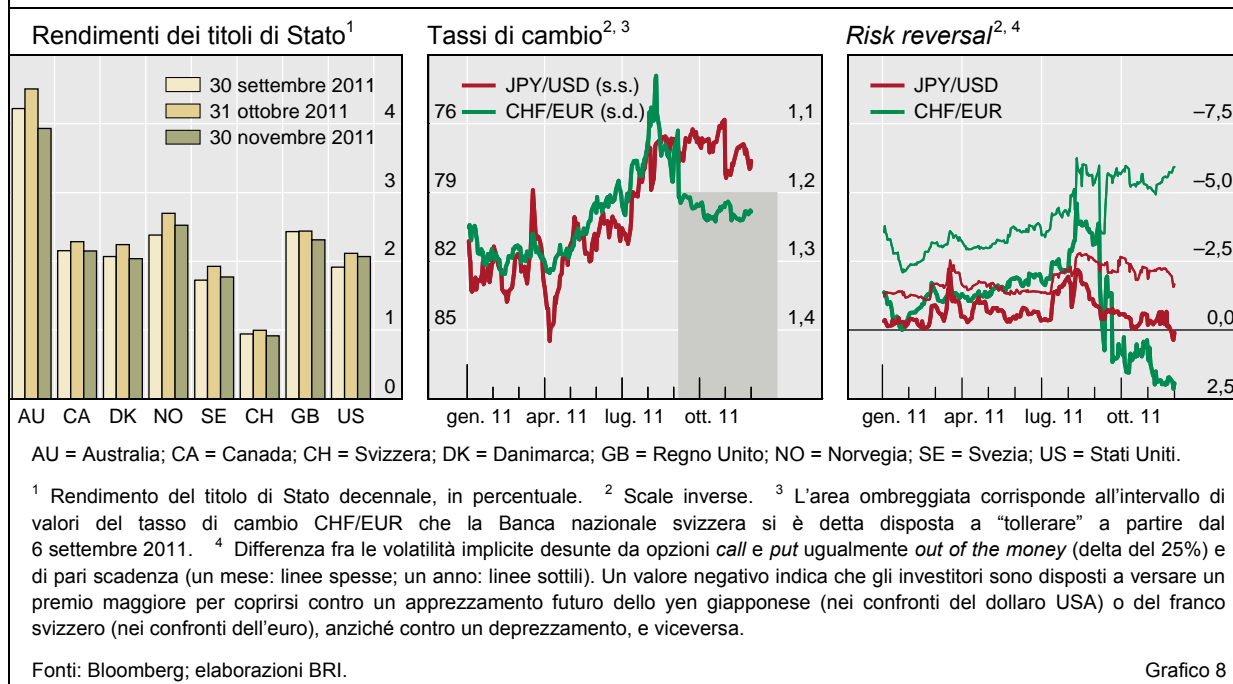
I timori per la raccolta in dollari accentuano le dismissioni di attività dei mercati emergenti

Anche i timori per la raccolta in dollari potrebbero aver spinto alcuni investitori a vendere attività dei mercati emergenti. Di fronte all'aumento dei costi del finanziamento in dollari tramite swap, i prezzi delle obbligazioni dei mercati emergenti denominate in dollari sono scesi (grafico 7, diagramma di destra). Il calo è stato significativo in settembre e più contenuto in novembre. Gli analisti di mercato hanno inoltre indicato che alcune banche dell'area dell'euro hanno ridotto le garanzie sul credito al commercio e all'esportazione offerte ai mercati emergenti, che sono denominate perlopiù in dollari. Questa attività, tuttavia, è stata in parte rilevata dai prestatori locali e dalle grandi banche commerciali internazionali.

Alcuni analisti temono un deflusso di credito dall'Europa emergente

Gli analisti temevano che un'eventuale riduzione dei prestiti delle banche dell'area dell'euro alle imprese e alle famiglie dei mercati emergenti potesse esacerbare il rallentamento della crescita economica in tali mercati. Essi ritenevano particolarmente vulnerabili i paesi dell'Europa emergente, dove l'80% circa delle attività bancarie estere proveniva da istituti austriaci, francesi, greci, italiani e di altri Stati membri dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 1 del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI"). Per alcuni di questi paesi i crediti forniti dalle banche dell'area dell'euro ammontano a oltre il 100% del PIL. Talune banche dell'area, tra cui Commerzbank e Unicredit, hanno già annunciato l'intenzione di ridimensionare i nuovi prestiti a gran parte dell'Europa emergente. L'autorità di vigilanza bancaria austriaca ha inoltre stabilito che le dipendenze locali di banche austriache dovranno far corrispondere ai nuovi finanziamenti alla regione aumenti dei depositi locali. Gli analisti hanno rilevato che tale provvedimento potrebbe ridurre l'offerta di credito e aggravare un'eventuale contrazione dell'Europa emergente. La Croazia, la Repubblica Ceca, la Romania e l'Ungheria sono i paesi che presentano lo stock maggiore di prestiti erogati da banche austriache.

Fuga verso la sicurezza e interventi nei mercati dei cambi



L'andamento della domanda di beni rifugio è stato speculare a quello della domanda di attività rischiose. Fra le attività considerate sicure figurano i titoli di Nord America, Australia e alcuni paesi del Nord Europa: i rendimenti di questi titoli sono successivamente diminuiti in settembre, aumentati in ottobre e nuovamente diminuiti in novembre (grafico 8, diagramma di sinistra). I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi e tedeschi a 3 mesi e di quelli svizzeri a 2 anni sono diventati negativi a novembre, al pari dei rendimenti sulle emissioni pubbliche decennali indicizzate all'inflazione di Stati Uniti e Regno Unito.

Gli investimenti in beni rifugio hanno continuato a interessare le attività giapponesi, esercitando ulteriori pressioni al rialzo sullo yen (grafico 8, diagramma centrale). Di conseguenza, il 31 ottobre le autorità nipponiche hanno effettuato un intervento senza precedenti sui mercati valutari. Da quando è iniziata l'ultima serie di interventi in agosto, la bilancia dei rischi per il valore a breve termine dello yen – desunta dalla differenza tra i premi sulle opzioni che offrono protezione contro, rispettivamente, un apprezzamento o un deprezzamento dello yen sull'orizzonte di un mese – è passata dalla prevalenza di rischi di un apprezzamento a un livello neutrale. Il corrispondente scarto tra i premi sulle opzioni relative al franco svizzero si è fortemente ridotto dopo che la Banca nazionale svizzera ha annunciato agli inizi di settembre l'intenzione di evitare che il tasso di cambio franco/euro superasse una certa soglia. La bilancia dei rischi per l'andamento a dodici mesi sia dello yen sia del franco svizzero continua tuttavia a propendere per un apprezzamento (grafico 8, diagramma di destra).

L'andamento dei prezzi delle attività rifugio è speculare a quello della crisi del debito dell'area dell'euro ...

... e l'ulteriore apprezzamento di alcune valute rifugio induce le autorità a intervenire