

I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno¹

Negli ultimi mesi le politiche monetarie accomodanti hanno continuato a spingere i mercati finanziari. Nelle maggiori economie avanzate obbligazioni e azioni si sono scrollate di dosso l'ondata di vendite dei mesi estivi e hanno realizzato progressi, nell'aspettativa che a medio termine i tassi ufficiali sarebbero rimasti bassi e gli acquisti di attività finanziarie su larga scala sarebbero proseguiti. Di conseguenza, le due settimane di sospensione parziale delle attività del governo federale e la possibilità di un default tecnico negli Stati Uniti non hanno turbato più di tanto i mercati. In diverse importanti economie emergenti, invece, tensioni specifiche hanno impedito un pieno recupero dei corsi delle attività e dei flussi di capitali.

In un'ottica di più lungo periodo, i recenti sviluppi confermano una tendenza che vede favorite le grandi aziende con accesso diretto ai mercati del credito. Da metà 2012 il basso livello dei tassi di interesse sulle obbligazioni di riferimento ha indotto gli investitori a ricercare rendimento prestando fondi a condizioni via via più accomodanti a imprese con un profilo di rischio più elevato. Questa strategia di investimento, che ha compresso gli spread creditizi, finora è stata supportata dai bassi tassi di insolvenza sulle obbligazioni societarie.

Il clima creditizio ha favorito più le grandi imprese non finanziarie che le banche residenti nelle economie avanzate. Negli ultimi cinque anni, faticando a riconquistare la fiducia dei mercati, tali banche hanno dovuto costantemente fare i conti con un costo più elevato del finanziamento rispetto alle imprese non finanziarie con merito di credito analogo. Questa forbice, pur essendosi ridotta recentemente, in particolare negli Stati Uniti, ha continuato a esercitare una pressione al rialzo sui tassi attivi delle banche. Ciò ha spinto le grandi imprese non finanziarie a rivolgersi direttamente ai mercati del debito, incoraggiando l'emissione di obbligazioni societarie. Il risultato è che i mercati, nell'area dell'euro, hanno eclissato le banche come fonte di nuovo credito per le imprese.

Le banche dell'area dell'euro hanno dovuto fronteggiare uno scetticismo maggiore da parte dei mercati rispetto alle omologhe di altre economie avanzate. Le basse valutazioni loro riservate erano dovute in certa misura ai timori per la qualità dei bilanci di queste banche, che dal picco della crisi finanziaria in avanti

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande al riguardo possono essere rivolte a Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) e Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org). Per domande relative ai dati e ai grafici si prega di contattare Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) e Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

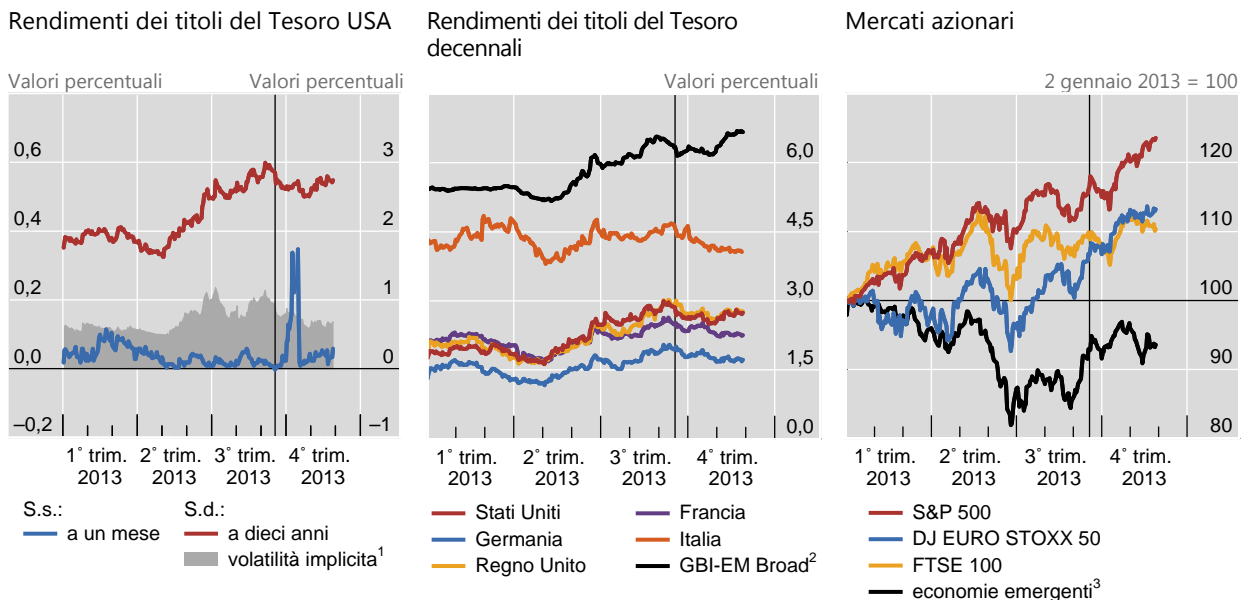
hanno evidenziato una quota crescente di crediti in sofferenza. Per ripristinare la fiducia dei mercati e prepararsi ad assumere la sua imminente funzione di vigilanza, la BCE ha annunciato di voler procedere a una valutazione articolata del settore bancario dell'area dell'euro, impegnandosi a renderne pubblici i risultati e a richiedere misure correttive alle banche carenti.

I tassi di interesse restano bassi

L'inasprimento delle condizioni finanziarie a livello globale da maggio a luglio ha subito una parziale inversione di rotta il 18 settembre, quando la Federal Reserve ha sorpreso i mercati con la decisione di rinviare il "tapering", ossia il graduale abbandono degli acquisti su larga scala di attività finanziarie (grafico 1). Una volta placatasi l'ondata di vendite dei mesi estivi, gli operatori hanno ritenuto che una serie di fattori rendessero improbabile un inasprimento della politica monetaria nel breve termine. Tra questi, la bassa crescita dell'occupazione e della partecipazione al mercato del lavoro, un'inflazione al di sotto dell'obiettivo e i protratti effetti del contenimento della spesa in atto negli Stati Uniti. La sospensione delle attività non essenziali del governo federale (c.d. "shutdown") dal 1° al 16 ottobre ha anch'essa agito negativamente sulle prospettive: durante questo episodio il prezzo dei titoli del Tesoro USA in scadenza scontava una crescente probabilità di un default tecnico degli Stati Uniti (grafico 1, diagramma di sinistra). Nonostante tutto, la volatilità nei mercati obbligazionari è cresciuta meno di quella nei mercati azionari. Questi effetti sono svaniti quando il Congresso degli Stati Uniti ha approvato il 16 ottobre il

Mercati obbligazionari e azionari internazionali

Grafico 1



La linea verticale nera indica la riunione del 18 settembre 2013 del Federal Open Market Committee.

¹ Indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE), che misura la volatilità dei rendimenti dei titoli del Tesoro nell'arco di un orizzonte di un mese e si basa sulla media ponderata dei contratti di opzione sui titoli del Tesoro a due, cinque, 10 e 30 anni. ² La serie di indici GBI-EM elaborata da JP Morgan fornisce una misura esauriente del debito pubblico a tasso fisso denominato in moneta locale emesso nei mercati emergenti. ³ Aggregato, calcolato da MSCI.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

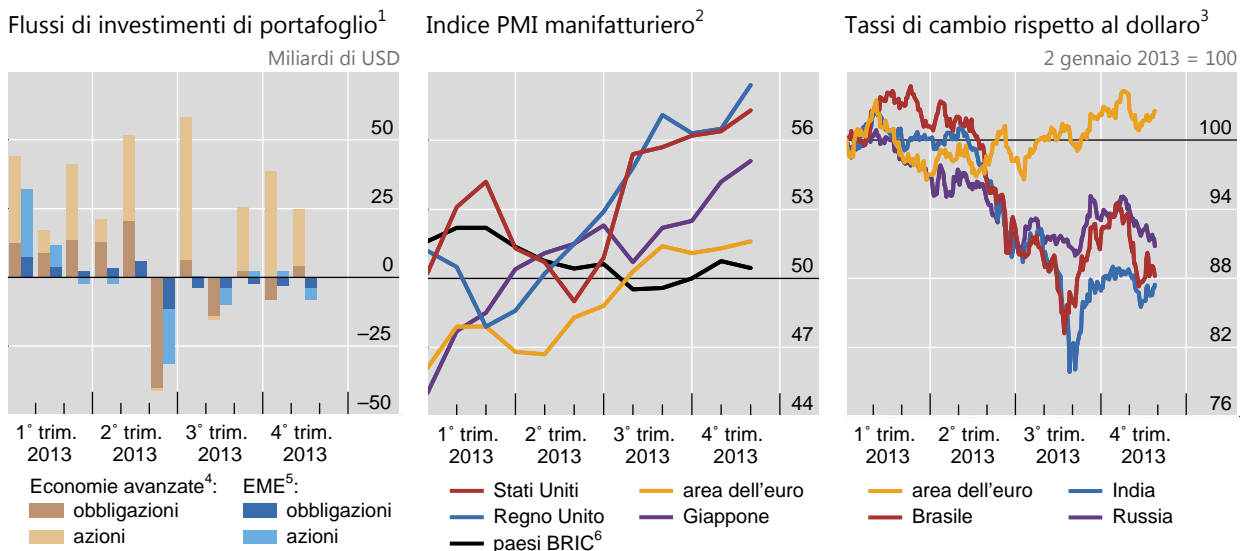
finanziamento delle attività del governo e innalzato il tetto all'indebitamento fino a febbraio 2014.

La percezione di un rinvio del tapering ha dato luogo a ulteriori guadagni sui mercati obbligazionari e azionari mondiali. Fra gli inizi di settembre e l'ultima parte di ottobre il rendimento dei titoli del Tesoro USA a 10 anni è sceso da un massimo del 3% al 2,5%, e i mercati obbligazionari europei hanno ricalcato metà di questa flessione (grafico 1, diagramma centrale). La prospettiva di un proseguimento degli acquisti di attività finanziarie ha riportato in territorio negativo il premio a termine sui titoli del Tesoro USA, passato dallo 0 al -0,2%². L'indice S&P500 ha toccato il massimo storico il 15 novembre, dopo che la Presidente in pectore della Fed ha segnalato il proprio sostegno per l'orientamento di politica monetaria in atto. Dall'inizio dell'anno i titoli azionari negli Stati Uniti hanno offerto rendimenti maggiori delle obbligazioni, nella convinzione che le politiche di allentamento proseguiranno anche nel futuro prossimo, fintantoché la crescita non si sarà irrobustita. Dagli inizi del 2013 al 27 novembre le più importanti borse valori hanno tutte guadagnato fra il 10 e il 25% (grafico 1, diagramma di destra).

Per converso, i mercati emergenti non si sono ripresi del tutto dall'ondata di vendite dei mesi estivi. I rendimenti dei titoli di Stato e gli spread creditizi sono rimasti elevati e gli indici azionari hanno riguadagnato solo parte del terreno perduto (linee nere nel grafico 1). Allo stesso modo, da giugno a novembre i fondi

Protratta divergenza degli andamenti fra economie avanzate ed emergenti

Grafico 2



¹ Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singoli paesi e fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi o per regioni. ² Indici dei responsabili degli acquisti ricavati da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). ³ Dollari USA per unità di moneta locale. Un aumento indica un apprezzamento della moneta locale. ⁴ Somma di area dell'euro, Australia, Canada, Giappone, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera. ⁵ Somma di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia; Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela; e Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria. ⁶ Media semplice di Brasile, Cina, India e Russia.

Fonti: Datastream; EPFR; HSBC; Markit.

² La stima del premio a termine è basata sulla metodologia descritta in P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin, "A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics", *Journal of Econometrics*, vol. 131, 2006.

obbligazionari dei mercati emergenti hanno registrato deflussi di capitali tutti i mesi, e così anche i fondi azionari, con l'eccezione di modesti afflussi in settembre e ottobre (grafico 2, diagramma di sinistra). Questa performance sottotono riflette in parte la generale reticenza degli operatori a investire in titoli obbligazionari, nella convinzione che l'inasprimento della politica monetaria statunitense fosse stato soltanto rimandato. Essa è inoltre in linea con le prospettive di crescita dei principali mercati emergenti, meno brillanti di quelle delle economie avanzate (grafico 2, diagramma centrale). Perciò, a dispetto della debolezza del dollaro in settembre e ottobre, le valute dei principali mercati emergenti hanno recuperato solo in piccola parte rispetto al deprezzamento subito in estate (grafico 2, diagramma di destra).

Il 7 novembre la BCE ha tagliato di 25 punti base il tasso di rifinanziamento, portandolo allo 0,25%, in risposta a un calo dell'inflazione allo 0,7%, molto al disotto dell'obiettivo. I dati relativi al PIL e all'indice PMI segnalavano la persistente debolezza dell'economia dell'area dell'euro, caratterizzata da una disoccupazione ostinatamente alta. Alla luce delle condizioni economiche, la BCE ha dichiarato di aspettarsi che i tassi di interesse sarebbero rimasti sui bassi livelli correnti per un prolungato periodo di tempo. Il Consiglio direttivo ha deciso anche di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali con piena aggiudicazione degli importi richiesti per tutto il tempo necessario, e almeno fino a metà del 2015. Di fronte alla prosecuzione dell'allentamento da parte di tutte le banche centrali delle principali aree valutarie, i prezzi delle attività hanno continuato a riflettere l'aspettativa di rendimenti bassi nel futuro prossimo.

La ricerca di rendimento continua senza posa

Parallelamente alle politiche monetarie accomodanti in tutte le principali aree valutarie, è proseguita anche la ricerca di rendimento da parte degli investitori. Il basso livello dei tassi ufficiali e gli acquisti su larga scala di attività finanziarie hanno compresso i rendimenti obbligazionari di riferimento, cui sono strettamente legate le attività investment grade. Ciò ha stimolato la domanda di attività con un profilo di rischio più elevato, che promettevano rendimenti più alti. Nel complesso, queste attività hanno finora tenuto fede alla loro promessa: il restringimento degli spread creditizi ha contribuito ad alimentare i rendimenti elevati offerti dal debito più rischioso valutato ai prezzi di mercato, mentre i bassi tassi di insolvenza, dopo il picco della crisi, hanno contenuto le perdite. Resta tuttavia da capire se la combinazione di spread ristretti e bassi tassi di insolvenza sia sostenibile.

La ricerca di rendimento ha lasciato il segno sugli indicatori di prezzo, come gli spread creditizi nelle maggiori economie avanzate. Durante l'ondata di vendite sul mercato obbligazionario in maggio e giugno questi indicatori avevano segnalato aumenti diffusi del costo del credito e una maggiore differenziazione tra i mutuatari di categorie di rischio diverse. Il fenomeno si è rivelato tuttavia di breve durata. Per esempio, gli spread sui titoli ad alto rendimento in moneta locale di Stati Uniti, area dell'euro e Regno Unito hanno ripreso a calare verso la fine di giugno (grafico 3, diagramma di sinistra). A fine novembre si attestavano fra i 300 e i 600 punti base in meno rispetto ai massimi raggiunti nel 2012, e fra i 200 e i 300 punti base al disopra dei minimi toccati prima della crisi, nel 2006-07.

La ricerca di rendimento è riscontrabile anche negli indicatori di volume. Nel mercato dei prestiti consorziali la quota di prestiti "leveraged", quelli cioè accordati a mutuatari con basso merito di credito e alto grado di leva finanziaria, sul totale

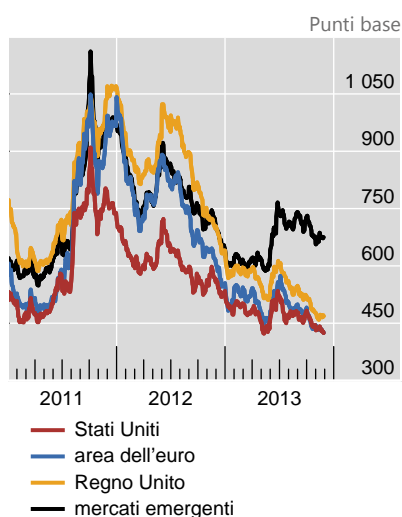
delle nuove sottoscrizioni si collocava tra luglio e novembre intorno al 40% (grafico 3, diagramma centrale). È da sottolineare che durante gran parte del 2013 questa quota è risultata più elevata che nel periodo pre-crisi, dal 2005 a metà del 2007. La ragione è da ricercare sia nel maggior volume di prestiti a più alto rischio (barre azzurre) sia nel minor volume di quelli a più basso rischio (barre rosse). Parallelamente, la propensione degli investitori per l'alto rendimento ha prodotto un calo graduale della quota di prestiti consorziali che prevedono misure di protezione dei creditori sotto forma di clausole di salvaguardia, o covenant (grafico 3, diagramma di destra).

La tendenza verso prestiti con un profilo di rischio più elevato è stata assai diffusa. Per esempio, ha impresso slancio al mercato delle obbligazioni "payment-in-kind" (PIK), che offrono al prestatore l'opzione di rimborsare i creditori emettendo debito addizionale. Il rinnovato interesse degli investitori per questi strumenti si è tradotto in oltre \$9 miliardi di nuove emissioni nei primi tre trimestri del 2013, un terzo in più che in tutto il 2012. Tale incremento è avvenuto nonostante l'evidente rischiosità di questo tipo di titoli: circa un terzo degli emittenti pre-crisi sono risultati insolventi tra il 2008 e la metà del 2013. La ricerca di rendimento si è manifestata anche nella forte crescita dei fondi di investimento immobiliare specializzati in mutui ipotecari (mREIT), che finanziano attività a lungo termine con operazioni di pronto contro termine a breve scadenza. Dopo anni di rapida espansione, nel settembre 2012 questi fondi hanno raggiunto dimensioni record, poco inferiori ai \$500 miliardi³. Sebbene detengano meno del 5%

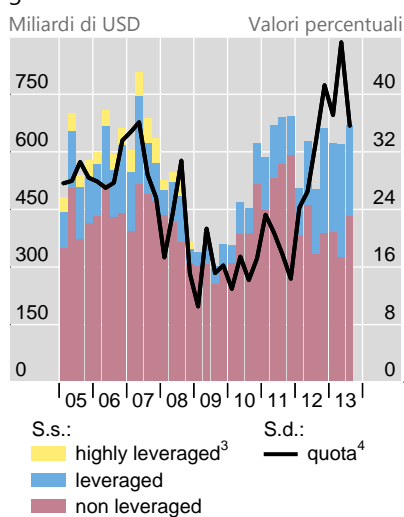
Ricerca di rendimento

Grafico 3

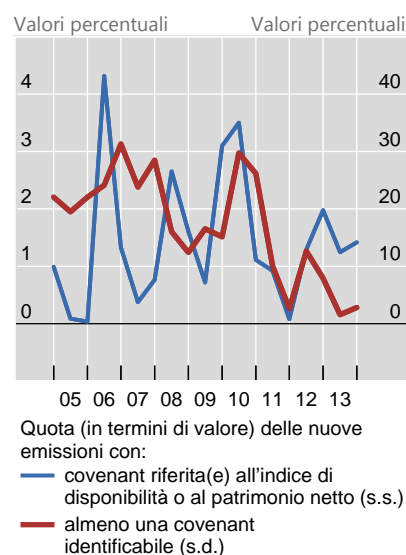
Obbligazioni societarie: spread¹



Prestiti sindacati: sottoscrizioni globali



Prestiti leveraged: presenza di covenant²



¹ Spread corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) degli indici di obbligazioni societarie ad alto rendimento in moneta locale. ² In base ai dati disponibili fino al 6 novembre 2013. ³ Dealogic Loan Analytics non fa distinzioni fra le categorie "leveraged" e "highly leveraged" per i prestiti sottoscritti dopo il 2008. ⁴ Dei prestiti leveraged e highly leveraged sul totale delle sottoscrizioni di prestiti sindacati.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic Loan Analytics; elaborazioni BRI.

³ Nel marzo del 2013 i fondi mREIT avevano dimensioni pari a \$443 miliardi. I dati sono ricavati dalle relazioni 10-Q presentate alla Securities and Exchange Commission (cfr. S. Pellerin, D. Price, S. Sabol e J. Walter, "Assessing the risks of mortgage REITs", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Brief*, n. 13-11, novembre 2013).

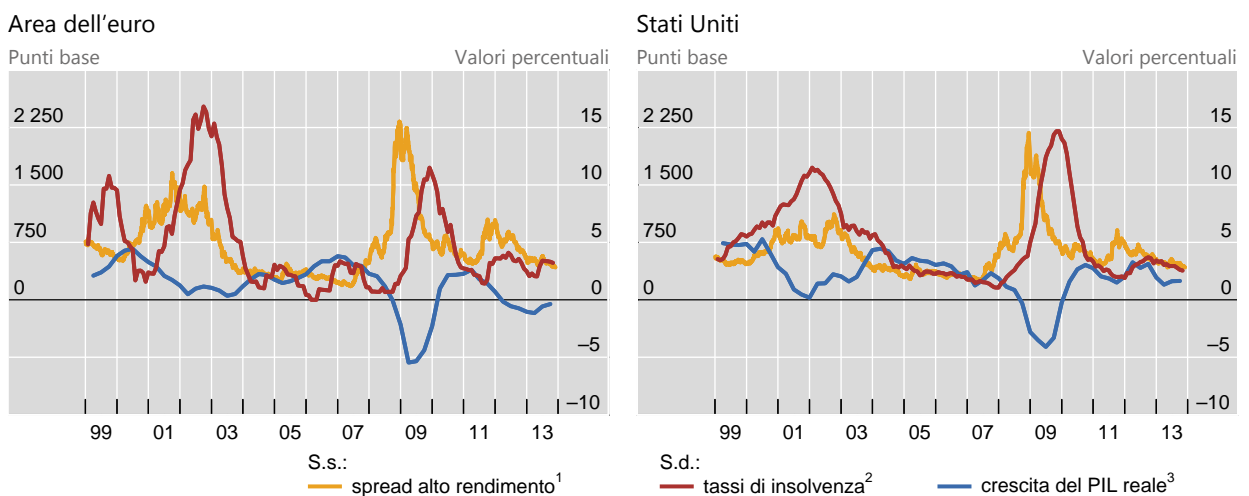
dell'ammontare circolante dei titoli assistiti da ipoteca (MBS) emessi dalle agenzie federali, la loro esposizione al rischio di tasso di interesse e di liquidità ha richiamato l'attenzione delle autorità di regolamentazione. In modo analogo, le relazioni di settore hanno messo in evidenza la crescente quota di capitale di debito nel finanziamento delle acquisizioni da parte di fondi di private equity: negli Stati Uniti questa quota è cresciuta costantemente dal 2009, fino a raggiungere due terzi nell'ottobre 2013, un livello simile a quello del 2006-07. Da parte loro, le banche europee hanno sfruttato la situazione di mercato favorevole per intensificare le emissioni di debito subordinato e cautelare ulteriormente in questo modo i creditori senior dai contraccolpi di eventuali difficoltà future.

Le statistiche aggregate sui tassi di insolvenza delle imprese sembrano confortare la strategia di erogare prestiti sempre più a buon mercato ai debitori più rischiosi. Dopo una breve impennata nel 2009-10, infatti, i tassi di insolvenza sono scesi drasticamente e sono rimasti su livelli bassi per tre anni (grafico 4). Nel 2013 il tasso di insolvenza a un anno dei prenditori di grado speculativo negli Stati Uniti e in Europa era pari a circa il 3%, appena 1 punto percentuale in più rispetto alla media del 2005-08. Sulla scorta di queste statistiche, gli analisti di settore hanno elaborato scenari basati sui valori storici delle perdite su crediti e li hanno utilizzati per interpretare gli spread osservati di recente, giungendo alla conclusione che tali spread – per quanto bassi – sarebbero generalmente sufficienti a compensare perdite su crediti in linea con l'esperienza storica.

Tuttavia, oltre a riflettere le percezioni del rischio di credito, gli spread possono essi stessi influenzare i tassi di insolvenza. Un contesto di tassi di interesse bassi favorisce per sua natura un'offerta di credito ampia e a buon mercato. Questo fenomeno, abbinato alla riluttanza dei creditori, provati dalla crisi, a riconoscere le perdite, può incentivare il rifinanziamento e tenere a galla prenditori in difficoltà. Laddove tale meccanismo sia effettivamente all'opera, la sua sostenibilità sarà senz'altro messa alla prova nel momento in cui si arriverà alla normalizzazione della politica monetaria.

Condizioni creditizie e macroeconomiche

Grafico 4



¹ Spread corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) degli indici di obbligazioni societarie in moneta locale. ² Tassi di insolvenza effettivi su dodici mesi nel comparto speculativo, ponderati in base all'emittente. Nel diagramma di sinistra, tassi di insolvenza a livello di intera Europa. ³ Tasso di crescita del PIL trimestrale sul periodo corrispondente.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali.

La protratta ricerca di rendimento in alcune regioni è coincisa con il venir meno del legame, fino ad allora stabile, tra condizioni macroeconomiche e condizioni nei mercati creditizi. Nei 15 anni fino al 2011 incluso un tasso di crescita reale basso o negativo si era sempre accompagnato a livelli elevati dei tassi di insolvenza e degli spread creditizi (grafico 4). Questo schema negli Stati Uniti ha trovato conferma, in generale, anche negli ultimi tempi. Nell'area dell'euro, invece, dal 2012 i tassi di insolvenza sono di fatto scesi, malgrado due anni di recessione e l'aumento tendenziale della quota di crediti problematici presso le banche (cfr. oltre). Analogamente, tra la fine del 2011 e la metà del 2013, proprio nel momento in cui la crescita economica locale dava chiari segnali di debolezza, gli spread creditizi nei mercati emergenti sono calati. Ciò fa ritenere che l'elevata propensione al rischio degli investitori abbia sospinto le valutazioni del credito nei mercati dei capitali, tenendo a freno i tassi di insolvenza.

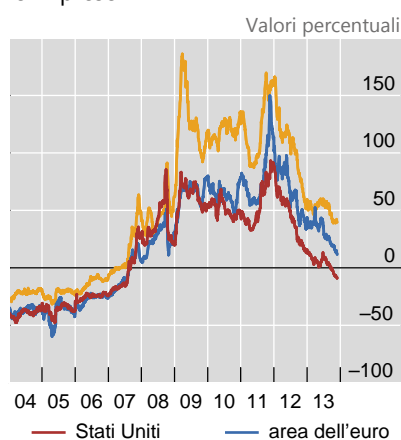
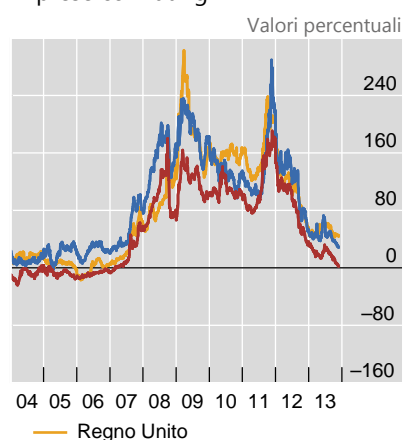
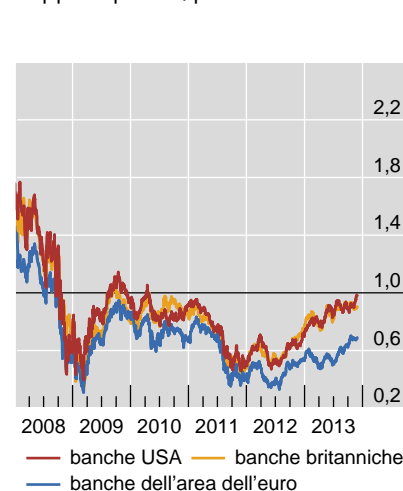
Le banche perdono terreno sulle società non finanziarie

L'ottimismo degli investitori si è contrapposto al perdurante malessere in merito alla situazione delle banche. Negli ultimi sette anni le banche hanno dovuto sostenere costi di raccolta più alti delle grandi società non finanziarie, le quali si sono avvalse in misura crescente della possibilità di finanziarsi direttamente sui mercati creditizi. Uno dei motivi per cui le banche hanno perso il vantaggio di cui godevano sul fronte della provvista attiene al rapido deterioramento della loro solidità intrinseca durante la crisi finanziaria. Inoltre, più di recente, la percezione o l'annuncio di un minore sostegno pubblico hanno accentuato agli occhi degli investitori la rischiosità delle banche, che pure hanno rafforzato le proprie posizioni patrimoniali e di liquidità. Al riguardo, sono entrate in gioco anche le incertezze sulle condizioni finanziarie degli istituti bancari, compresa la loro esposizione al rischio sovrano. (Cfr. il riquadro per un approfondimento sul trattamento prudenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani nello schema di adeguatezza patrimoniale di Basilea.)

Costi di finanziamento relativi ed emissioni di titoli di debito

La crisi finanziaria del 2007-09 ha messo fine al vantaggio di cui godevano da tempo le banche nella raccolta. Nel periodo precedente la crisi gli indici delle obbligazioni bancarie nelle economie avanzate evidenziavano spread generalmente inferiori del 25-30% a quelli degli indici delle obbligazioni di imprese non finanziarie (grafico 5, diagramma di sinistra). Questa situazione si è invertita nel 2007, e gli spread bancari hanno superato quelli delle società non finanziarie con uno scarto che a fine 2011 aveva raggiunto un massimo del 95% negli Stati Uniti, e del 150% sia nell'area dell'euro sia nel Regno Unito. Successivamente, la differenza percentuale tra i costi del finanziamento si è generalmente ridotta, e nel novembre 2013 risultava in aggregato nulla per le banche statunitensi, ma comunque pari al 10 e 40% rispettivamente per le banche dell'area dell'euro e del Regno Unito.

L'erosione del vantaggio di cui godevano sul fronte della provvista limita l'efficacia delle banche come intermediari. Vi sono indicazioni secondo cui le banche dell'area dell'euro, ad esempio, avrebbero scaricato parte dei loro costi di raccolta relativamente elevati. Il tasso di interesse medio sui prestiti bancari nell'area è rimasto stabilmente superiore al 3% negli ultimi tre anni, nonostante il calo dei tassi

Costi relativi del finanziamento, tutte le imprese¹Costi relativi del finanziamento, imprese con rating A^{1,2}Rapporti prezzo/patrimonio netto³

¹ Spread corretto per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) di un sottoindice bancario, meno spread corrispondente di un sottoindice di imprese non finanziarie, diviso per lo spread del sottoindice di imprese non finanziarie. I sottoindici comprendono attività in moneta locale. ² La serie per il Regno Unito si basa su sottoindici di imprese finanziarie e industriali. ³ Media semplice di un campione di grandi banche. Per l'area dell'euro: Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ING Group, Société Générale e UniCredit. Per il Regno Unito: Barclays, HSBC, Lloyds e RBS. Per gli Stati Uniti: Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase e Morgan Stanley.

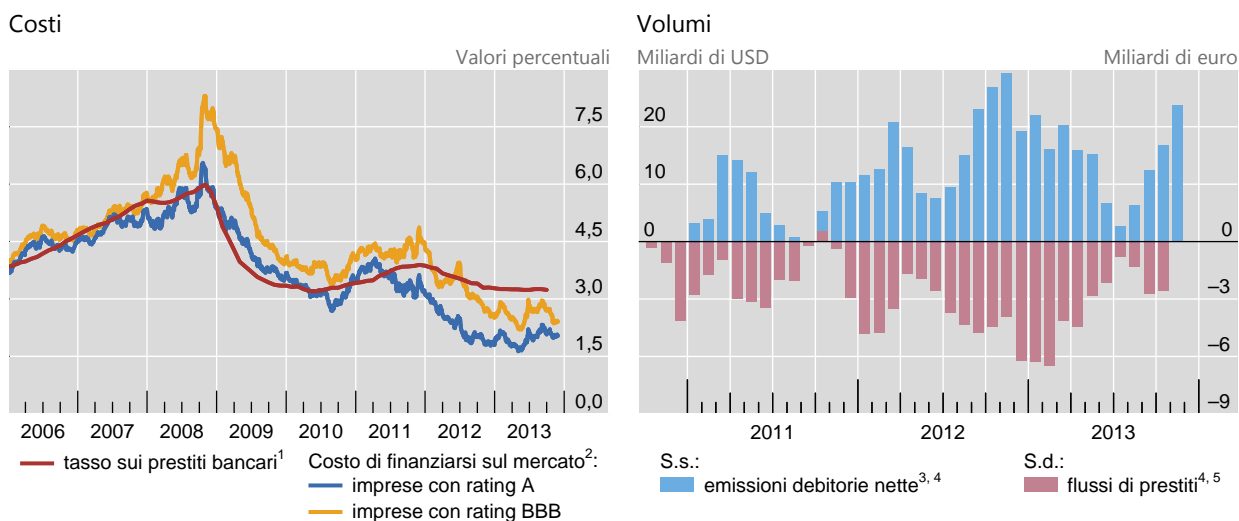
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

ufficiali. La riduzione tendenziale dei costi di finanziamento mediante l'emissione di obbligazioni ha incentivato in misura crescente le grandi imprese ad aggirare le banche e attingere direttamente ai mercati (grafico 6, diagramma di sinistra). Non sorprende quindi che la raccolta netta nei mercati europei dei titoli di debito sia notevolmente aumentata nel 2012 (grafico 6, diagramma di destra)⁴. L'intensa attività di emissione delle imprese statunitensi e dei mercati emergenti sottolinea il carattere globale di questa tendenza. Una simile impennata dei collocamenti internazionali di obbligazioni private si era osservata nella fase di recupero dei mercati dalla crisi finanziaria dopo il marzo 2009.

La composizione del finanziamento delle imprese si è modificata quindi a favore della raccolta diretta sul mercato. Da un confronto tra i volumi di emissione di debito societario e quelli dei prestiti sindacati emerge che i mercati obbligazionari in Europa hanno di recente superato le banche nell'offerta di fondi: oltre il 50% della raccolta cumulata delle imprese dell'area dell'euro dagli inizi del 2011 è stata realizzata sui mercati mobiliari anziché tramite prestiti sindacati. Nello stesso periodo, inoltre, gli istituti bancari nell'area dell'euro in aggregato non hanno erogato nuovi finanziamenti diretti, e le consistenze di prestiti alle imprese sono scese complessivamente del 15%. I mercati hanno quindi eclissato le banche come fonte di nuovo credito per le imprese dell'area dell'euro. Negli Stati Uniti i prestiti sindacati hanno invece tenuto il passo con le emissioni di obbligazioni societarie, e la quota delle fonti di finanziamento di mercato è rimasta invariata a circa il 33%⁵.

⁴ Le emissioni nette sono pari alla differenza fra i collocamenti lordi di nuovi titoli di debito e i rimborsi del debito in scadenza. Pertanto, questa misura corrisponde approssimativamente alla variazione dei prestiti bancari in essere considerata per il calcolo della crescita dei prestiti.

⁵ Nel 2007 tale quota era inferiore al 25% su entrambe le sponde dell'Atlantico.



¹ Tasso di interesse effettivo in ragione d'anno praticato dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro sui prestiti esistenti con durata originaria da uno a cinque anni a favore di imprese non finanziarie (esclusi i prestiti alle famiglie). ² Rendimenti delle obbligazioni denominate in euro emesse da imprese non finanziarie europee. ³ Emissioni nette (emissioni lorde meno rimborsi) di titoli di debito nazionali e internazionali da parte delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro, in base al titolare ultimo. In base ai dati disponibili fino al 27 novembre. ⁴ Media mobile di tre mesi delle emissioni debitorie realizzate. ⁵ Flussi mensili. Prestiti con scadenza originaria da 1 a 5 anni erogati dalle IFM dell'area dell'euro alle imprese non finanziarie (dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi).

Fonti: BCE; Datastream; Dealogic; JPMorgan Chase.

Pesa sulle banche la percezione di condizioni di salute deboli e incerte

L'incertezza sulla rischiosità delle banche sembra essere uno dei principali motivi all'origine del livello relativamente elevato dei loro costi di finanziamento negli ultimi anni. Ciò si evince dal confronto fra le imprese bancarie e quelle non bancarie con rating creditizi simili, che dovrebbero quindi comportare perdite analoghe per i rispettivi creditori. Nella misura in cui le valutazioni di mercato dipendono unicamente dalle perdite su crediti attese, tali imprese dovrebbero sopportare costi di raccolta simili. Questa era effettivamente la situazione negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito prima della crisi finanziaria (grafico 5, diagramma centrale). Successivamente, tuttavia, l'incertezza circa le perdite su crediti si è accentuata fino ad assumere un ruolo più preminente: fra il 2007 e il 2011 il suo impatto sui premi al rischio ha spinto i rendimenti obbligazionari delle banche al di sopra di quelli di imprese non finanziarie con rating analogo. Questo fenomeno si è in seguito invertito negli Stati Uniti, ma è rimasto pronunciato nell'area dell'euro e nel Regno Unito.

La persistente incertezza sulle banche si è manifestata anche nel mercato azionario. Per un campione di grandi banche con operatività internazionale il rapporto tra quotazione e patrimonio netto contabile (price-to-book) è stato inferiore all'unità per quasi quattro anni consecutivi (grafico 5, diagramma di destra). Questo rapporto è risultato particolarmente basso per le banche dell'area dell'euro, scendendo a meno di 0,4 a fine 2011 e a metà 2012, e collocandosi a 0,7 nel novembre 2013. Per contro, le borse hanno ritenuto che le prospettive fossero molto più favorevoli per il settore non finanziario, dove i rapporti prezzo/patrimonio

Rating bancari, Fitch¹

Rating bancari, Moody's¹

Rating delle banche e delle imprese non finanziarie a confronto²



¹ Media dei rating creditizi. Numero di banche fra parentesi. EME = economie emergenti. ² In base a Moody's. Attività aggregate delle imprese in una determinata categoria di rating in rapporto alle attività totali di tutte le imprese provviste di rating della stessa regione e settore. INF = imprese non finanziarie. ³ Banche residenti in Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna e Svizzera.

Fonti: Fitch Ratings; Moody's; elaborazioni BRI.

netto sono rimasti superiori all'unità durante la crisi finanziaria e oscillavano intorno a 2 nel novembre 2013.

Anche i rating creditizi esprimono riserve sullo stato di salute finanziaria delle banche. Fitch e Moody's valutano questo aspetto mediante i rating "stand-alone", che riflettono la probabilità di insolvenza delle banche nell'ipotesi che non ricevano alcun sostegno esterno. Stando a questi rating, le due agenzie concordano sul fatto che la solidità finanziaria intrinseca delle banche nelle principali economie avanzate era considerevolmente peggiorata nel novembre 2013 rispetto a metà 2007, prima della crisi finanziaria (grafico 7, diagrammi di sinistra e centrale). Concordano altresì sul fatto che a metà 2010 la solidità intrinseca di tali banche si era deteriorata di 2-3 gradi (notch). Tuttavia, mentre Moody's considera che questo peggioramento prosegua nelle economie avanzate, Fitch segnala che di recente i rating stand-alone delle banche europee si sono deteriorati o stabilizzati, ma quelli degli istituti bancari statunitensi sono migliorati.

Secondo le agenzie di rating il rischio di credito è aumentato anche per i titolari di obbligazioni senior e per altri investitori che detengono debito bancario e beneficiano di garanzie esplicite o implicite dello Stato. L'incremento del valore di queste garanzie durante la crisi finanziaria internazionale (aumento delle barre rosse nel grafico 7) ha contenuto il concomitante calo dei rating complessivi delle banche, ossia dei rating che rispecchiano sia la solidità finanziaria intrinseca sia l'eventuale sostegno esterno⁶. Dopo il 2010, tuttavia, la riduzione del sostegno pubblico percepito (calo delle barre rosse) ha contribuito al deterioramento dei rating complessivi delle banche delle principali economie avanzate. In media, il

⁶ Per un approfondimento sui rating della solidità finanziaria e quelli complessivi delle banche, cfr. F. Packer e N. Tarashev, "Le metodologie di rating applicate alle banche", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011 (versione integrale disponibile solo in inglese).

Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea

È stato talvolta affermato che lo schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea prescrive una ponderazione di rischio pari a zero per le esposizioni delle banche nei confronti dei soggetti sovrani. Tale affermazione non è corretta. Basilea 2 e Basilea 3 prescrivono requisiti patrimoniali minimi *commensurati al rischio di credito sottostante*, in linea con l'obiettivo di assicurare la sensibilità al rischio. Questa è la filosofia di base dello schema.

In gran parte delle giurisdizioni il trattamento delle esposizioni verso soggetti sovrani¹ nel portafoglio bancario si conforma alle disposizioni contenute al riguardo nello schema Basilea 2, le quali non sono state modificate da Basilea 3². Le singole giurisdizioni hanno la facoltà di adottare una o entrambe le seguenti metodologie: il metodo standardizzato, che si avvale dei rating creditizi esterni, e il sistema basato sui rating interni (IRB), che si fonda sulle valutazioni di rischio interne delle banche.

Lo standard che più rileva ai fini delle banche con operatività internazionale è il *metodo IRB*. Esso è stato concepito per le maggiori banche del mondo, comprese le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB). Il metodo IRB prevede che le banche valutino il rischio di credito dei singoli soggetti sovrani utilizzando una scala di rating dettagliata che permetta di assegnare a ciascun soggetto sovrano un rating specifico atto a riflettere tutte le differenze di rilievo in termini di rischio. Le ponderazioni di rischio sono determinate principalmente sulla base della probabilità di insolvenza (PD) e della perdita in caso di insolvenza (LGD) stimate dalle banche per una data esposizione. Il metodo non prescrive valori minimi per la PD o l'LGD relative alle esposizioni verso soggetti sovrani, ma fissa requisiti minimi dettagliati di natura qualitativa. In particolare, richiede che venga operata una "appropriata differenziazione" del rischio.

A fini illustrativi, la tabella A presenta le PD e le corrispondenti ponderazioni di rischio per le banche che usano il metodo IRB di base. Rispetto alla versione avanzata, la versione di base del sistema IRB consente anch'essa alle banche di utilizzare le proprie valutazioni del rischio per la stima della PD, ma impone l'impiego di una LGD standard del 45% fissata dalle autorità di vigilanza. Le stime della PD sono sottoposte alla convalida dell'autorità di vigilanza. I dati raccolti dal Comitato di Basilea per 201 grandi banche evidenziano una PD media ponderata dello 0,1% per le esposizioni verso soggetti sovrani cui è applicato il metodo IRB³.

Lo schema di Basilea si basa sul presupposto che le banche impieghino il sistema IRB nell'ambito dell'intero gruppo bancario e per tutte le classi di attività. Esso riconosce tuttavia che le banche potrebbero essere impossibilitate ad applicare contemporaneamente il metodo IRB a tutte le classi di attività e unità operative rilevanti. Di conseguenza, prevede la possibilità che le autorità nazionali di vigilanza permettano alle banche di propria competenza di estendere l'applicazione del metodo a tutto il gruppo bancario in modo graduale. Inoltre, nel

Ponderazioni di rischio illustrative per le esposizioni verso soggetti sovrani in base al metodo IRB

Tabella A

Classe di attività: LGD: 45% Scadenza: 2,5 anni	Esposizione verso soggetto sovrano
PD (in %)	Ponderazione di rischio (in %)
0,01	7,53
0,05	19,65
0,10	29,65
0,25	49,47
0,50	69,61
1,00	92,32
5,00	149,86
10,00	193,09

Fonte: BRI.

Rating creditizi e ponderazioni di rischio per le esposizioni verso soggetti sovrani in base al metodo standardizzato

In percentuale

Tabella B

Rating creditizi	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Inferiore a B-	Prive di rating
Ponderazione di rischio	0	20	50	100	150	100

Fonte: BRI.

rispetto di rigorose condizioni, consente loro di continuare ad applicare indefinitamente ad alcune esposizioni il metodo standardizzato. Tale trattamento, tuttavia, è riservato esclusivamente alle esposizioni presenti in unità operative non rilevanti e in classi di attività non significative in termini di dimensioni e di rischiosità attesa. Vi è pertanto l'aspettativa che le banche che adottano il metodo IRB lo applichino progressivamente a tutte le esposizioni significative.

Il *metodo standardizzato*, di norma, prescrive anch'esso l'applicazione di ponderazioni di rischio positive. Come si può osservare di seguito, sulla base dei rating creditizi esterni, tale metodo assegna una ponderazione di rischio positiva a tutte le esposizioni, fatta eccezione per quelle di qualità massima (da AAA ad AA). Ciò nonostante, le autorità nazionali di vigilanza hanno la facoltà di fissare discrezionalmente una ponderazione di rischio inferiore, a condizione che le esposizioni siano denominate e finanziate nella moneta dello Stato corrispondente^④.

Esistono differenze sostanziali nell'applicazione delle regole di Basilea nelle varie giurisdizioni^⑤. Ad esempio, negli Stati Uniti le banche con operatività internazionale sono tenute ad attuare il metodo IRB, ma è in corso una fase sperimentale di applicazione parallela (*parallel run*) e il processo non si è ancora concluso. Di conseguenza, per il momento tali banche continuano a utilizzare la versione locale del metodo standardizzato. Nell'Unione europea (UE) le autorità hanno accordato agli organi di vigilanza la facoltà di consentire alle banche che seguono il metodo IRB di continuare ad applicare *in via permanente* il metodo standardizzato alle esposizioni verso soggetti sovrani. Ai fini dell'applicazione del metodo standardizzato, inoltre, le autorità della UE hanno posto pari a zero la ponderazione di rischio da applicare non soltanto alle esposizioni verso soggetti sovrani denominate e finanziate nella moneta dello Stato membro corrispondente, ma anche alle esposizioni di questo tipo denominate e finanziate nella moneta di *qualunque altro* Stato membro^⑥.

Per effetto di queste discrepanze, le ponderazioni per il rischio sovrano effettivamente applicate dalle grandi banche internazionali, comprese quelle di rilevanza sistemica, variano considerevolmente. Proprio la disomogeneità dei pesi applicati al rischio sovrano costituisce un'importante fonte di variabilità delle attività ponderate per il rischio fra banche. È compito delle autorità nazionali attuare il metodo IRB in modo coerente con lo schema di Basilea così da conseguire un'adeguata ponderazione di rischio per le esposizioni verso soggetti sovrani.

① Per esposizioni verso soggetti sovrani si intendono le esposizioni nei confronti delle amministrazioni centrali e delle banche centrali. ② Il trattamento del rischio sovrano nell'ambito di Basilea 1 si basava sulla distinzione fra paesi membri e non membri dell'OCSE. Esso assegnava una ponderazione di rischio dello 0% alle esposizioni verso i paesi membri dell'OCSE, e del 100% a quelle verso altri paesi. Basilea 1 è ancora oggi lo standard minimo in vigore in alcune giurisdizioni. ③ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Regulatory consistency assessment programme (RCAP) – Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, luglio 2013. ④ Laddove tale facoltà venga esercitata, al fine di assicurare condizioni di parità concorrenziale le autorità di vigilanza di altre giurisdizioni possono anch'esse consentire alle banche di loro competenza di applicare la stessa ponderazione alle esposizioni verso il soggetto sovrano in questione, nel rispetto delle medesime condizioni, ossia soltanto nel caso in cui tali esposizioni siano denominate e finanziate nella moneta corrispondente. ⑤ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Rapporto sullo stato di avanzamento nell'attuazione dello schema di regolamentazione di Basilea*, ottobre 2013. ⑥ Tale disposizione sarà progressivamente abbandonata tra il 2017 e il 2020. Il nuovo schema, disciplinato dalla quarta direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD IV) e in vigore dal gennaio 2014, sostituisce il trattamento previsto dalla CRD III. Esso statuisce che, una volta a regime, le esposizioni corrispondenti vengano trattate in base alla valutazione data dalle agenzie di rating.

peggioramento è stato di oltre tre notch nel caso delle banche dell'area dell'euro, di quasi due per le altre banche europee e compreso tra un quinto di notch e un notch per le banche USA.

La riduzione del sostegno pubblico può avvenire per due motivi, aventi implicazioni opposte per la stabilità finanziaria. Il primo è legato alle deboli condizioni finanziarie dello Stato, che riducono la sua *capacità* di aiutare le banche nella propria giurisdizione. Questo fattore è entrato in gioco in alcuni paesi della periferia geografica dell'area dell'euro, il cui rating sovrano è stato declassato di diversi notch da metà 2010. In questo caso, il deterioramento del merito di credito del soggetto sovrano rimuove un'importante salvaguardia in grado di stabilizzare il sistema finanziario in caso di tensioni. Il secondo motivo è una riduzione della *disponibilità* dello Stato a sostenere le banche, come attestano le recenti iniziative regolamentari assunte, sia in Europa che negli Stati Uniti, per affrontare il problema degli istituti troppo grandi per fallire. Tale fattore favorisce la stabilità finanziaria, poiché rafforza gli incentivi alla prudenza.

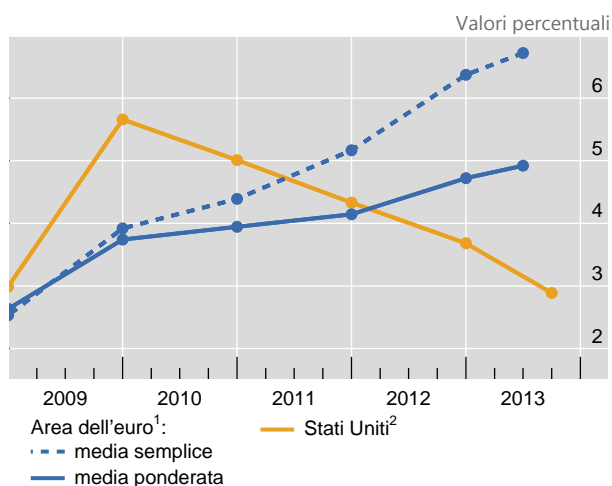
La rischiosità percepita delle banche è altresì aumentata rispetto a quella delle società non finanziarie. Mentre i rating complessivi di numerose banche statunitensi, britanniche e dell'area dell'euro sono andati costantemente deteriorandosi negli ultimi cinque anni, quelli delle imprese non finanziarie sono rimasti sostanzialmente stabili. Di conseguenza, l'insieme delle banche con merito di credito elevato si è ridotto rispetto a quello delle imprese (calo delle barre blu nel grafico 7, diagramma di destra). Di fronte al peggioramento delle prospettive creditizie delle banche, i loro costi di finanziamento relativi sono rimasti elevati (grafico 5, diagramma centrale). Tale situazione ha probabilmente indebolito la capacità di intermediazione delle banche e, in assenza di miglioramenti, non lascia ben sperare per il futuro.

La percezione dei mercati circa la rischiosità delle banche è stata influenzata da vari fattori che vanno dai procedimenti legali ai protratti dubbi sulla qualità degli attivi, in particolare per le banche europee. I dati segnalati indicano che la quota di prestiti problematici è tendenzialmente aumentata dopo il 2008 nell'area dell'euro,

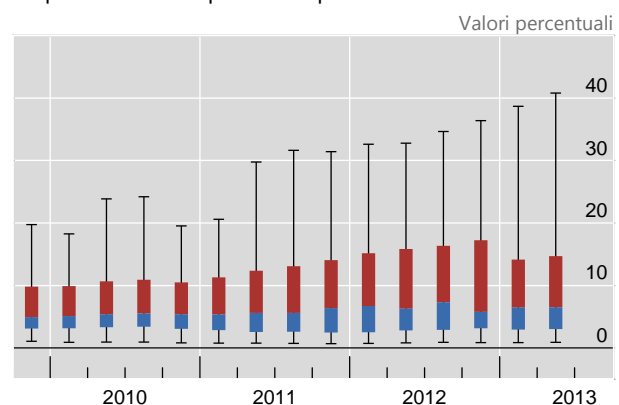
Indicatori della qualità dei prestiti delle banche dell'area dell'euro

Grafico 8

Prestiti in sofferenza



Dispersione della qualità dei prestiti³



¹ Prestiti lordi totali di dubbia qualità e problematici, in percentuale degli strumenti di debito, dei prestiti e delle anticipazioni, dei gruppi bancari di nazionalità dell'area dell'euro e delle succursali e affiliate estere. ² Prestiti problematici (scaduti da oltre 90 giorni, più incagli), in percentuale dei prestiti totali dell'insieme delle banche statunitensi. ³ Prestiti deteriorati e scaduti (da oltre 90 giorni), in percentuale dei prestiti totali erogati da 56 grandi banche dell'UE. Il grafico box plot è centrato sul tasso dei prestiti problematici della banca mediana (tipica), il riquadro intorno alla mediana rappresenta l'intervallo fra il 25° (blu) e il 75° (rosso) percentile e i baffi corrispondono rispettivamente al 5° e al 95° percentile.

Fonti: BCE; Autorità bancaria europea; Federal Financial Institutions Examination Council statunitense.

mentre si è ridotta dopo il 2009 negli Stati Uniti (grafico 8, diagramma di sinistra)⁷. Al contempo, gli aggregati segnalati celano ampie differenze tra banche e paesi diversi (grafico 8, diagramma di destra). Il graduale accumulo di tensioni di questo tipo è andato di pari passo con la contrazione dei prestiti bancari nell'area dell'euro. Stando alle stime del settore, nel solo periodo da metà 2012 a oggi le banche europee hanno tagliato gli impieghi di oltre €2 000 miliardi.

Le autorità hanno riconosciuto che le incertezze relative alle banche ostacolano l'estendersi della ripresa. Per rafforzare il sistema bancario, il 23 ottobre la BCE ha annunciato i termini di un'approfondita valutazione da condurre su 12 mesi su 130 importanti istituti di credito. La reazione sommersa dei mercati azionari fa supporre che tali termini fossero già in gran parte anticipati. La valutazione consiste in un'analisi armonizzata della qualità degli attivi, seguita da stress test prospettici. L'obiettivo dichiarato è aumentare la trasparenza sulle condizioni delle banche, risanare i bilanci e ripristinare la fiducia nella solidità del settore bancario dell'area dell'euro. Di conseguenza, le banche saranno tenute ad adottare misure correttive laddove il loro coefficiente Common Equity Tier 1 sia ritenuto insufficiente rispetto alla soglia di riferimento dell'8%, sia a causa di rivalutazioni delle attività sia in uno scenario di stress.

⁷ L'evoluzione tendenziale nel tempo è significativa, ma i livelli potrebbero non essere comparabili a causa di differenze regionali nelle definizioni, nell'informativa e nel trattamento regolamentare.