

2. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Dalla scorsa estate sui mercati finanziari internazionali si è interrotta la favorevole fase di contenuta variabilità, di bassi premi per il rischio e di prezzi crescenti delle attività che perdurava da un quinquennio. Tale fase era stata caratterizzata da un forte aumento della leva finanziaria e dalla ricerca di rendimenti elevati, favoriti da condizioni di liquidità abbondante e bassi tassi di interesse.

La crisi del mercato dei mutui *subprime* statunitensi e le perdite sugli strumenti di credito strutturato a essi collegati hanno provocato forti tensioni sui mercati interbancari nei principali paesi industriali, che le banche centrali hanno contrastato con misure straordinarie, spesso intervenendo in modo coordinato. Il repentino aumento dell'incertezza ha innescato un processo di ricomposizione dei portafogli a favore di attività più sicure, che ha determinato una diminuzione dei rendimenti dei titoli pubblici e, contestualmente, un calo dei corsi azionari e di quelli delle obbligazioni societarie più rischiose. Il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro e, soprattutto, dello yen si è accentuato dall'estate, anche per effetto della riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Le ripercussioni sui mercati emergenti sono state limitate, grazie al favorevole andamento dell'economia reale e alla riduzione strutturale della vulnerabilità finanziaria di questi paesi.

Le turbolenze finanziarie nei paesi industriali

Nella prima metà del 2007 sui mercati finanziari internazionali hanno continuato a prevalere condizioni favorevoli. Nello stesso periodo, tuttavia, l'aumento dei tassi di morosità e di insolvenza sui mutui *subprime* statunitensi (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*) si era riflesso in un significativo aumento dei premi per il rischio sugli strumenti di credito strutturato a essi collegati, quali le *mortgage-backed securities* (MBS) e le *collateralized debt obligations* (CDO), nelle classi di merito inferiori.

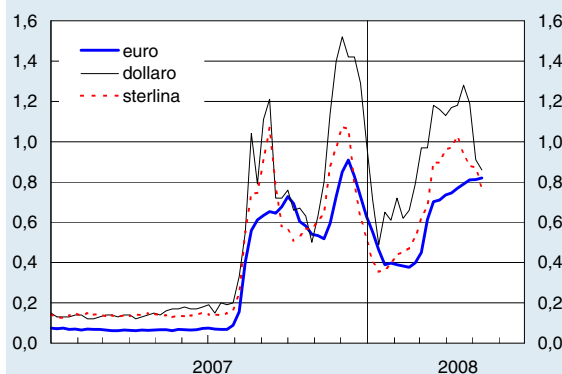
Dall'estate si è avviata una fase di turbolenze, che dagli Stati Uniti si sono rapidamente trasmesse ad altri paesi industriali, in particolare in Europa, dove numerosi intermediari detenevano in portafoglio titoli connessi con il mercato *subprime* statunitense. Tra giugno e luglio, in seguito all'abbassamento del rating di molte MBS e CDO con merito di credito più elevato, le tensioni si sono acuite ed estese a un più ampio spettro di prodotti strutturati e derivati creditizi. La domanda di carta commerciale garantita da *asset-backed securities* (ABS) è caduta repentinamente; ciò ha reso difficoltoso, per alcuni intermediari non bancari, rifinanziare la propria esposizione verso quei mercati.

La scarsa liquidità degli strumenti di credito strutturato e le difficoltà nell'identificare e quantificare il rischio di credito hanno alimentato forti incertezze circa l'entità e la distribuzione delle perdite e, in particolare, timori di una significativa esposizione del sistema bancario, sia diretta sia attraverso entità collegate (*conduits* e *structured investment vehicles*).

Da agosto, un inatteso aumento della domanda di liquidità da parte delle banche per far fronte agli impegni assunti nei confronti delle suddette entità e per scopo precauzionale, assieme alla percezione di un più elevato rischio di controparte, ha provocato tensioni sui mercati interbancari; la riluttanza delle banche a scambiarsi fondi si è riflessa in un repentino rialzo dei tassi sui depositi nelle principali valute e dei differenziali di interesse tra quelli senza e con garanzia (fig. 2.1). È cresciuta l'avversione al rischio degli investitori; ciò si è tradotto in una caduta dei corsi azionari, un aumento degli spread sulle obbligazioni societarie e un calo dei rendimenti dei titoli pubblici; la volatilità corrente e attesa è nettamente aumentata.

Figura 2.1

**Differenziali tra tassi di interesse a 3 mesi
senza e con garanzia;
in dollari, euro e sterline (1)**
(dati medi settimanali; punti percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Differenza tra il tasso interbancario sull'euromercato per la scadenza indicata e il corrispondente tasso sulle operazioni pronti contro termine; l'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio.

La riflessione condotta nelle sedi internazionali circa la genesi della crisi ha portato a individuare alcuni elementi di fragilità nel funzionamento del modello di intermediazione, definito originate-to-distribute (OTD), in cui le banche o altri prestatori, anziché mantenere la titolarità dei prestiti erogati fino a scadenza, li cartolarizzano e li collocano sul mercato. La transizione verso il modello OTD ha generato in questo decennio notevoli benefici: ha assicurato agli intermediari un utilizzo più efficiente della propria base di capitale, una maggiore disponibilità di fondi e una ridotta volatilità dei profitti; ha accresciuto la disponibilità di credito per famiglie e imprese, riducendone, nel contempo, i costi; ha fornito nuove opportunità di investimento per gli operatori. Poiché rende possibile la frammentazione del rischio di credito e il suo trasferimento a un ampio numero di investitori, esso può contribuire alla stabilità finanziaria.

Negli ultimi anni si è, tuttavia, riscontrato un indebolimento degli standard applicati nella concessione del credito, indotto anche dalla prospettiva di cederne il rischio connesso; tale tendenza è stata particolarmente accentuata nel settore dei mutui subprime, ma si è osservata anche in altri settori, quale quello dei leveraged loans. All'allentamento del monitoraggio del rischio di credito all'origine non è corrisposto un rafforzamento dello stesso controllo negli stadi successivi della catena distributiva, data anche la complessità e l'opacità dei prodotti strutturati. Si è inoltre rivelata inadeguata, da parte dei detentori finali, la gestione dei rischi di mercato e di liquidità incorporati da tali strumenti, anche per la diffusa convinzione, nel caso dei mutui subprime, che l'aumento dei prezzi delle abitazioni sarebbe proseguito; ciò ha indotto molti detentori a operare in condizioni di elevata leva finanziaria e bassa diversificazione e a finanziare la propria esposizione emettendo strumenti a breve termine, sottostimando il rischio di un calo della liquidità dei prodotti detenuti in portafoglio. Infine, le procedure che hanno condotto all'assegnazione di rating elevati a molti prodotti strutturati hanno mostrato carenze connesse, in parte, con l'esistenza di conflitti di interesse e con la scarsa disponibilità di dati storici.

Le tensioni, attenuatesi nella seconda metà di settembre in seguito al ribasso dei tassi di interesse negli Stati Uniti, si sono aggravate nuovamente nell'ultimo trimestre e nei primi mesi dell'anno in corso. Vi hanno contribuito le ingenti svalutazioni e perdite su crediti via via annunciate o iscritte a bilancio dagli intermediari finanziari (circa 340 miliardi di dollari fino a metà maggio 2008).

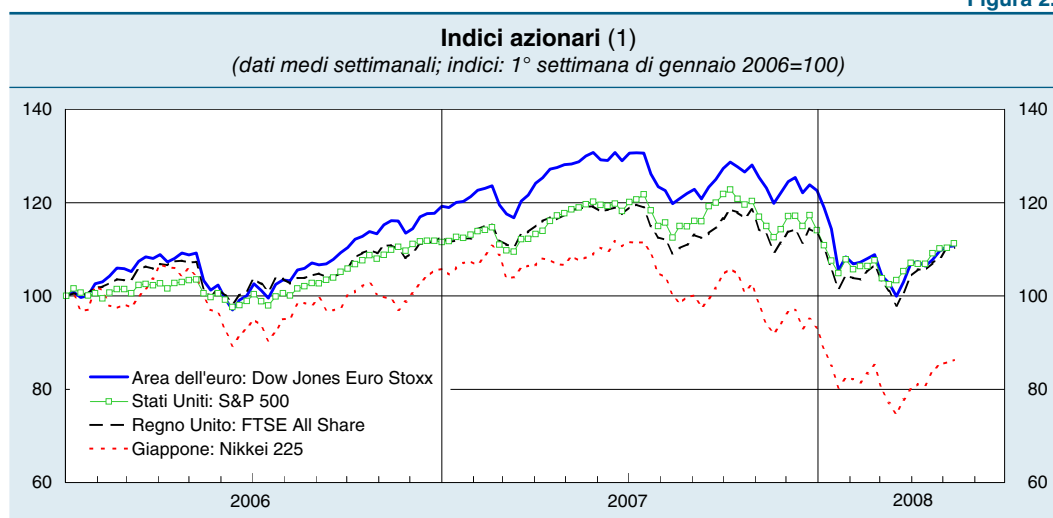
Dall'avvio delle turbolenze le stime delle perdite potenziali connesse con la crisi del mercato delle abitazioni statunitense sono state progressivamente riviste al rialzo; secondo recenti valutazioni del Fondo monetario internazionale, che includono anche altri comparti oltre a quello dei mutui subprime, esse ammonterebbero a circa 600 miliardi di dollari, cui si aggiungerebbero ulteriori 400 miliardi nel settore dell'edilizia non residenziale e dei crediti a consumatori e imprese.

Inoltre, nonostante l'orientamento nettamente espansivo della politica monetaria, hanno pesato il peggioramento delle condizioni del mercato immobiliare e il rallentamento dell'economia statunitense; l'estendersi della crisi del credito ad altri settori, tra cui quelli dei mutui *prime* e dell'edilizia commerciale; le difficoltà patrimoniali delle società che forniscono assicurazione contro il rischio di credito di alcune attività finanziarie, tra cui i prodotti strutturati, e i conseguenti timori di un possibile declassamento del loro merito di credito, che si estenderebbe agli strumenti da esse garantiti (tra cui le obbligazioni di molte amministrazioni locali).

Il momento più critico è stato raggiunto alla metà di marzo del 2008, in seguito alla crisi di liquidità della banca d'affari Bear Stearns; le potenziali ricadute sistemiche hanno spinto la Riserva federale ad accentuare il taglio dei tassi di interesse e a fornire, tramite la banca JP Morgan Chase, un finanziamento a 28 giorni a Bear Stearns, tecnicamente non autorizzata all'accesso al rifinanziamento presso la banca centrale, approvando poi la proposta della stessa JPMC di acquistare Bear Stearns entro 90 giorni. Da allora vi è stato un parziale recupero sui mercati azionari e su quelli delle obbligazioni societarie più rischiose; tuttavia, le condizioni sui mercati finanziari continuano a essere caratterizzate, nell'insieme, da elevata volatilità.

Alla fine della seconda decade di maggio i principali indici azionari segnavano cali, rispetto ai massimi della scorsa estate, di circa l'8 per cento negli Stati Uniti e nel Regno Unito, del 16 nell'area dell'euro e del 21 in Giappone (fig. 2.2); i corsi dei titoli nel comparto finanziario hanno subito perdite pari a quasi il 30 per cento nelle quattro aree. I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono più che raddoppiati: dalla metà di luglio 2007, quelli per i titoli high yield sono saliti da 2,5 a 5,7 punti percentuali nell'area dell'euro e da 3,1 a 6,7 punti negli Stati Uniti; quelli con rating AAA sono saliti da 0,2 a 0,6 punti nell'area dell'euro e da 0,7 a 1,5 punti negli Stati Uniti. I rendimenti dei titoli pubblici decennali, che nei primi sei mesi dello scorso anno erano aumentati in tutte le aree, sono scesi al 4,3 per cento nell'area dell'euro, al 3,8 negli Stati Uniti, all'1,6 in Giappone e al 4,9 nel Regno Unito, livelli prossimi o inferiori a quelli di inizio 2007 (fig. 2.3). Dallo scorso agosto lo stock di carta commerciale garantita da ABS in essere negli Stati Uniti è diminuito di circa 450 miliardi di dollari, a 750 miliardi.

Figura 2.2



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio 2008.

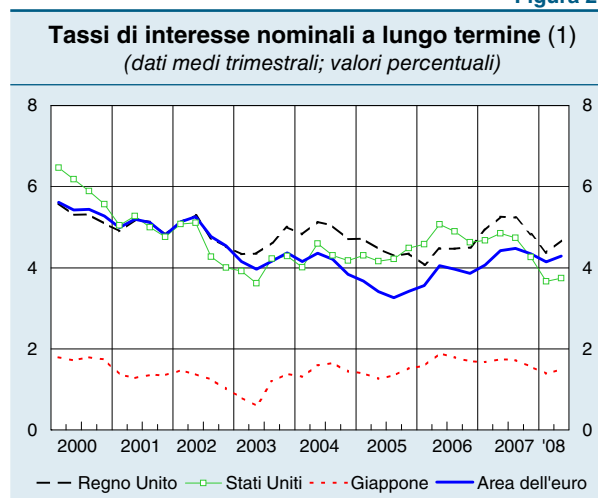
Per contrastare le tensioni sui mercati interbancari, le principali banche centrali hanno effettuato ripetuti interventi volti a immettere liquidità nel sistema e a garantire il loro ordinato funzionamento.

Per soddisfare la domanda di liquidità, in particolare sulle scadenze brevi, la Riserva federale e la BCE, sin da agosto, e la Banca d'Inghilterra da metà settembre hanno effettuato diverse operazioni di finanziamento straordinarie per importi consistenti, allungando al contempo le scadenze dei prestiti concessi (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune). In dicembre e nel marzo di quest'anno le tre banche centrali, assieme alla Banca del Canada e alla Banca nazionale svizzera e in accordo con le altre banche centrali dei paesi del Gruppo dei 10, hanno avviato azioni coordinate; in una di queste, la Riserva federale ha concluso due accordi temporanei, con la BCE e con la Banca nazionale svizzera, per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di swap), allo scopo di soddisfare la domanda di fondi in valuta statunitense da parte di intermediari finanziari europei. Le misure della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra hanno anche mirato a ridurre il costo della liquidità e ad ampliare il numero delle controparti e la gamma di attività finanziarie accettate in garanzia, che era meno ampia di quella già da tempo in vigore presso la BCE. Dallo scorso agosto, la Riserva federale ha ridotto il differenziale tra il tasso di sconto e quello sui federal funds da uno a 0,25 punti percentuali. Tra dicembre e marzo ha, inoltre, introdotto tre nuovi strumenti per fornire liquidità a breve termine: la Term Auction Facility, che costituisce un canale alternativo alla discount window attraverso il quale i primary dealers possono ottenere fondi a un mese offrendo in garanzia un'ampia gamma di titoli, anche a tassi inferiori a quello di sconto; la Term Securities Lending Facility, che consente alle stesse controparti di ottenere titoli del Tesoro in cambio di titoli di emittenti privati, tra cui MBS con rating AAA; la Primary Dealer Credit Facility, che permette loro di ottenere prestiti a brevissimo termine al tasso di sconto, a fronte di adeguate garanzie. Anche la Banca d'Inghilterra ha introdotto, in aprile, un nuovo tipo di finanziamento, lo Special Liquidity Scheme, che consente alle banche di scambiare temporaneamente MBS e altri titoli di emittenti privati contro titoli del Tesoro.

Tali interventi sono riusciti a contenere solo in parte le tensioni sui mercati interbancari: pur tra fasi alterne, i differenziali tra i tassi sui depositi senza e con garanzia si sono mantenuti molto al di sopra dei valori osservati prima di agosto e, attualmente, si collocano attorno a 0,8 punti percentuali per i depositi a tre mesi in dollari, in euro e in sterline (contro una media di circa 0,1 punti nella prima metà dell'anno; fig. 2.1).

La carenza di liquidità e il calo dei coefficienti patrimoniali nel sistema bancario alimentano la preoccupazione che l'offerta di credito a famiglie e imprese possa ridursi in misura significativa. Le condizioni di finanziamento hanno iniziato a inasprirsi già dal terzo trimestre del 2007, come emerso dalle indagini presso le banche condotte dalla Riserva federale, dall'Eurosistema e dalla Banca d'Inghilterra. Negli Stati Uniti, il credito alle imprese ha iniziato a rallentare dal primo trimestre dell'anno in corso, dopo avere registrato una forte accelerazione nel secondo semestre del 2007, per effetto dell'accumulo nei bilanci delle banche di ingenti prestiti connessi con operazioni di leveraged buy-out che il sistema bancario non è riuscito a ricollocare sul mercato (cfr. i riquadri: *L'impatto delle turbolenze sugli intermediari finanziari e sul credito*, in *Bollettino economico*, n. 51,

Figura 2.3



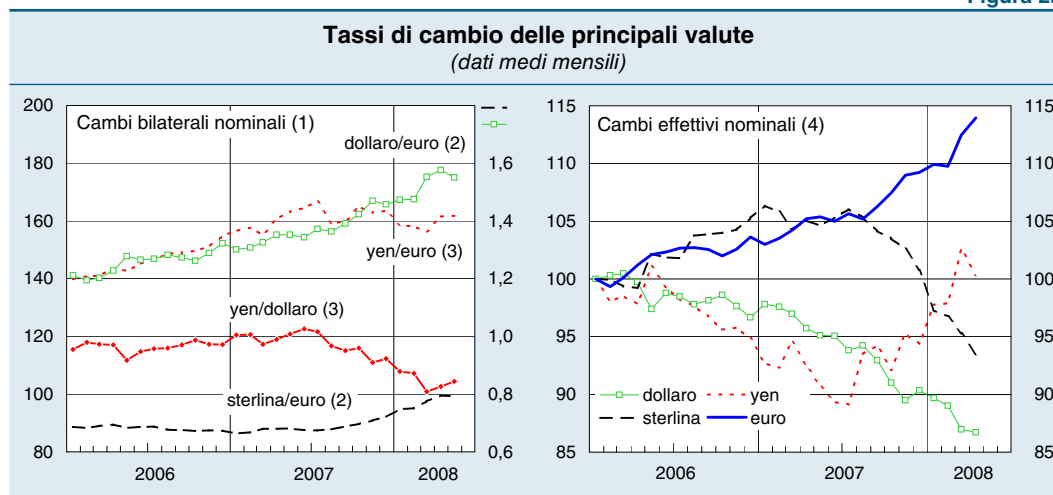
Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media ponderata (con gli stocks nominali di titoli) dei rendimenti nazionali. Dati medi trimestrali (i dati del II trimestre 2008 sono aggiornati sino al 21 maggio).

2008 e *L'andamento del credito bancario negli Stati Uniti*, in *Bollettino economico*, n. 52, 2008). Dalla metà del 2007, le emissioni lorde di obbligazioni societarie sono diminuite del 50 per cento, sia negli Stati Uniti, dove il calo ha interessato soltanto le banche e le altre società finanziarie, sia nell'area dell'euro, dove esso ha riguardato tutti i settori.

Dall'inizio del 2007 alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso la valuta statunitense si è deprezzata del 16 per cento nei confronti dell'euro; dalla fine dello scorso giugno ha iniziato a perdere valore anche nei confronti dello yen, complessivamente del 16 per cento (fig. 2.4). Si è anche accentuata la tendenza al deprezzamento nei confronti del renminbi (10 per cento dal gennaio 2007). La debolezza del dollaro ha riflesso le attese di un mercato rallentamento dell'economia e la riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Dal 2002, quando è iniziata la fase di debolezza della moneta statunitense, questa si è deprezzata di circa il 45 per cento nei confronti dell'euro e del 27 in termini effettivi nominali; dal luglio del 2005, quando il regime di cambio della valuta cinese è stato reso più flessibile, il deprezzamento del dollaro nei confronti del renminbi si ragguaglia al 16 per cento.

Figura 2.4



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2008 si basano solamente sui primi 21 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2006=100. Un aumento indica un apprezzamento.

I mercati finanziari nei paesi emergenti

Dalla metà di luglio i mercati finanziari nei paesi emergenti hanno iniziato a risentire delle turbolenze che hanno scosso le economie avanzate. La trasmissione delle tensioni è avvenuta principalmente attraverso il processo di ricomposizione dei portafogli verso attività meno rischiose; infatti, l'esposizione diretta alle perdite del mercato dei mutui *subprime* e degli altri prodotti strutturati statunitensi è pressoché insignificante.

I premi per il rischio, misurati dai differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, sono gradualmente risaliti dai minimi osservati nella prima metà del 2007; nel marzo del 2008 hanno raggiunto un picco di 3,4 punti percentuali, il valore più alto dell'ultimo triennio (fig. 2.5).

I corsi azionari, sostenuti anche dalle favorevoli prospettive economiche, hanno raggiunto un massimo in ottobre, in rialzo del 47 per cento dall'inizio dell'anno; successivamente, tuttavia, è prevalso un atteggiamento più cauto che ha determinato perdite diffuse e un aumento della variabilità (fig. 2.6). Il declino più significativo è stato segnato dalle borse asiatiche. Hanno invece continuato ad aumentare le quotazioni dei paesi dell'America latina, trainate dai rialzi nei settori produttori di materie prime.

I tassi di cambio si sono mantenuti nel complesso relativamente stabili, proseguendo il tendenziale apprezzamento nei confronti del dollaro.

Nel complesso, le ripercussioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti sono state limitate: i premi per il rischio sui titoli obbligazionari, benché aumentati, si collocano su valori ancora relativamente contenuti nel confronto storico; il livello degli indici di borsa è prossimo a quello osservato prima dell'inizio delle turbolenze; i capitali internazionali hanno continuato ad affluire nelle principali aree, anche se a ritmi inferiori a quelli osservati nella prima metà del 2007.

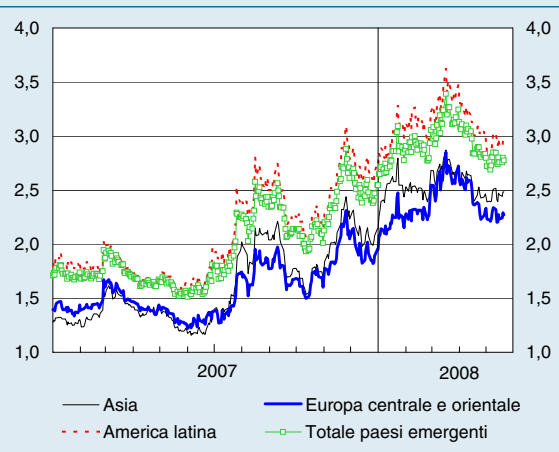
La tenuta di questi mercati riflette, oltre al perdurare di una fase ciclica favorevole, il miglioramento delle condizioni di fondo registrato nell'ultimo decennio; è in netto contrasto con quanto avvenuto nei due decenni scorsi, quando gli shock provenienti dai paesi avanzati tendevano a ripercuotersi sulle economie emergenti, determinando brusche cadute dei prezzi e interruzioni dei flussi di capitale.

Tuttavia, in alcuni paesi, più vulnerabili a causa degli ampi e persistenti disavanzi delle partite correnti e della elevata dipendenza da flussi di portafoglio o di capitali bancari (Bulgaria, Romania, Sudafrica, Turchia, Ucraina), le condizioni finanziarie hanno segnato un peggioramento più marcato, in particolare dal febbraio dell'anno in corso.

Un'analisi econometrica, condotta su un gruppo di ventuno economie emergenti durante l'ultimo decennio, indica che nel periodo successivo al luglio del 2007 l'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani osservato in tutti i paesi del campione è in larga misura ascrivibile al

Figura 2.5

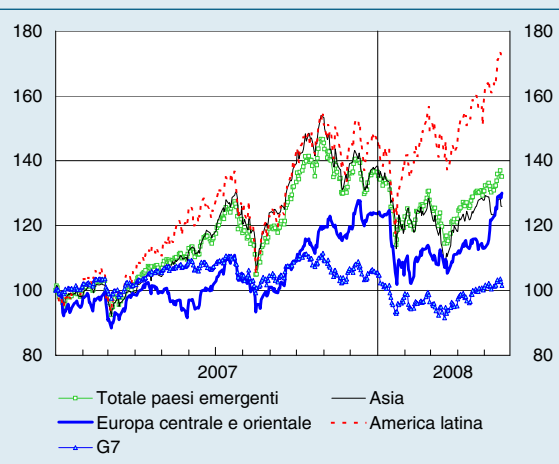
Differenziale tra il rendimento delle obbligazioni a lungo termine in dollari di alcuni paesi emergenti e quello dei corrispondenti titoli del Tesoro statunitense (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: JP Morgan Chase Bank.
(1) L'ultimo dato disponibile è del 21 maggio 2008.

Figura 2.6

Indici azionari (1)
(dati giornalieri; indici: 1° gennaio 2007=100)



Fonte: Morgan Stanley.
(1) L'ultimo dato disponibile è del 21 maggio 2008.

peggioramento delle condizioni finanziarie globali. In dieci paesi, tra cui alcuni europei (Lituania, Repubblica Ceca, Polonia, Lettonia, Romania, Ucraina), il recente peggioramento del quadro economico interno avrebbe avuto un ulteriore effetto significativo di ampliamento dei differenziali. In altri paesi, segnatamente quelli dell'America latina e la Russia, forti esportatori di materie prime, il miglioramento delle condizioni interne avrebbe invece parzialmente compensato gli effetti negativi delle turbolenze internazionali.

Le raccomandazioni del Financial Stability Forum

Nel rapporto pubblicato lo scorso aprile, il Financial Stability Forum (FSF), un organismo istituito nel 1999 dai Ministri delle finanze e dai Governatori dei paesi del G7 che riunisce governi, banche centrali e autorità di supervisione competenti in materia di stabilità finanziaria, ha indicato una serie di raccomandazioni volte a rafforzare la stabilità del sistema finanziario. Alcune proposte mirano a correggere i fattori di vulnerabilità connessi con la complessità degli strumenti di credito strutturato e con i rapporti tra le banche e le entità collegate che investono in tali prodotti. Sono state individuate cinque aree di intervento, che riguardano la normativa prudenziale, la trasparenza degli intermediari, il ruolo delle agenzie di rating, l'attività di vigilanza e le risposte delle banche centrali.

Per quanto riguarda il rafforzamento della normativa prudenziale per le banche e del presidio del rischio da parte delle stesse, oltre ad accelerare l'attuazione della disciplina di Basilea II, vi è la necessità di una maggiore tutela a fronte dei rischi connessi con l'esposizione verso il mercato del credito strutturato, tenendo conto anche delle posizioni delle società collegate nei gruppi e di quelle fuori bilancio. La determinazione dei requisiti patrimoniali dovrà essere, inoltre, orientata anche a evitare dinamiche procicliche nell'offerta di credito. Si dovranno rafforzare le prassi di gestione dei rischi di liquidità; a tal fine le autorità di vigilanza dei principali paesi emaneranno tempestivamente le rilevanti linee-guida e ne verificheranno l'effettiva adozione da parte delle banche. Andranno inoltre migliorati i modelli di valutazione e le procedure di stress testing per i prodotti strutturati, soprattutto per quelli più complessi. I modelli di remunerazione andranno, infine, maggiormente allineati con gli obiettivi di redditività di lungo periodo.

Un secondo insieme di proposte mira ad accrescere la trasparenza sui rischi dei prodotti più complessi, su ciascuno stadio del processo di cartolarizzazione, e sull'esposizione verso gli stessi da parte dei detentori finali; andranno, in particolare, rese più complete le informazioni sui criteri di valutazione adottati, specie in assenza di un mercato secondario sufficientemente liquido.

La necessità di una maggiore trasparenza si rileva anche con riferimento alle agenzie di rating: il terzo insieme di proposte mira, appunto, a migliorare la qualità delle informazioni da esse fornite sulla qualità dei dati e sui modelli di valutazione del rischio utilizzati per alcuni prodotti. La complessità di questi strumenti di investimento dovrà emergere con chiarezza, anche attraverso l'utilizzo di scale di valutazione differenti da quelle adottate per strumenti più tradizionali, quali le obbligazioni; l'utilizzo di tali rating dovrà costituire solo il primo passo nella valutazione del rischio da parte degli investitori, all'interno di un modello di gestione del rischio stesso commisurato ai loro specifici obiettivi. Ulteriori misure dovranno essere volte a risolvere i conflitti di interesse nell'assegnazione del rating.

L'attività di vigilanza andrà potenziata anche attraverso una maggiore cooperazione e uno scambio più intenso e tempestivo delle informazioni tra le autorità dei diversi paesi (cfr. il capitolo 22: *L'azione di Vigilanza*).

L'ultimo insieme di proposte mira, infine, a rafforzare la capacità delle autorità di fronteggiare situazioni di tensione sui mercati, attraverso una maggiore flessibilità delle operazioni di banca centrale, e di gestire le difficoltà delle banche; anche in questo caso l'FSF ha posto l'accento sull'importanza di un maggiore coordinamento internazionale.