



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# *Il miglioramento della crisi dell'area dell'euro e la situazione dell'Italia Il punto di vista degli investitori USA*



**V Conferenza Banca d'Italia - MAE  
con gli Addetti finanziari accreditati all'estero**

*Banca d'Italia  
Salone dei partecipanti,  
Martedì 27 marzo 2012*

---

Marco Martella

## **La crisi dell'area dell'euro vista dagli USA**

- **La crisi e le ripercussioni globali**
- **La spirale della crisi**
- **Le azioni di contrasto alla crisi e il miglioramento del clima di fiducia**
- **L' Italia: l'azione del Governo Monti e il mercato dei titoli di Stato**

## **La crisi dell'area dell'euro e le ripercussioni globali**

- L'area dell'euro rappresenta circa il 15% del PIL mondiale
- E' una delle maggiori fonti di finanziamento di molte economie emergenti (2,6 trilioni di dollari di prestiti bancari)
- Genera il 26,1% del commercio mondiale
- Assorbe il 15,2% delle esportazioni di beni e servizi USA
- Detiene il 24% delle attività finanziarie globali
- L'euro e' un'importante valuta di riserva internazionale (26,3%). E' denominato in euro un quarto dello stock mondiale dei titoli obbligazionari e un quinto degli scambi in valuta.

## **La spirale della crisi**

- L'accumularsi di preoccupazioni sulla crescita economica e la sostenibilità del debito sovrano nell'area euro, l'aumentata incertezza politica e il downgrading di emittenti sovrani e banche europee si sono riflessi in un rapido aumento dell'avversione al rischio sui mercati finanziari tra settembre e inizio dicembre 2011.
- Sono aumentati i timori di un rapido sviluppo di una spirale negativa tra aumento del costo del debito pubblico, difficoltà di funding delle banche, liquidazione dei portafogli di attività finanziarie, congelamento del canale del credito, contrazione economica, mancato raggiungimento di obiettivi di budget, austerità fiscale.

## **Le azioni di contrasto alla crisi e il miglioramento del clima di fiducia**

I fattori che hanno creato un elevato livello di avversione al rischio nella seconda metà del 2011 hanno iniziato ad attenuarsi all'inizio del 2012. Secondo alcuni operatori statunitensi l'elemento chiave del cambiamento (game changer) è individuato nella più decisa azione di intervento della BCE nel sostenere la liquidità delle banche attraverso l'offerta illimitata di finanziamenti a tre anni a condizioni più favorevoli rispetto al passato (LTRO).

Altri importanti fattori di miglioramento sono considerati:

- il varo di programmi nazionali di consolidamento fiscale, miglioramento della competitività e sostegno alla crescita;
- l'approvazione di una più rigorosa disciplina fiscale a livello UE (fiscal compact);
- la costituzione di un sistema di supporto finanziario per il debito pubblico dei paesi al centro della crisi (firewall);
- una strategia coordinata per ricapitalizzare il sistema bancario europeo .

## **Le azioni di contrasto alla crisi e il miglioramento del clima di fiducia**

### **Le operazioni LTRO della BCE: valutazioni positive**

- E' uno strumento di sostegno più efficace rispetto ad altri meccanismi che dipendono dall'accordo politico tra governi, in quanto la BCE può agire più rapidamente e con minori condizionamenti politici.
- Ha evitato le conseguenze destabilizzanti del sostanziale blocco degli scambi interbancari nell'area dell'euro, con potenziali conseguenze anche a livello globale.
- Consente alle banche di rifinanziare le passività in scadenza, riducendo la necessità di vendita di asset finanziari.
- Contribuisce a sostenere la domanda di titoli di Stato, in particolare in Italia e Spagna, riducendo i rendimenti e determinando un effetto positivo sul portafoglio titoli delle banche.
- Favorisce le operazioni di carry trade con vantaggi per il conto economico delle banche.
- Concorre a contenere il fenomeno di restrizione del credito bancario, anche se in modo differenziato all'interno dell'area euro a seconda delle condizioni delle banche e dell'economia nazionale.

## **Le azioni di contrasto alla crisi e il miglioramento del clima di fiducia**

### **Le operazioni LTRO della BCE: critiche**

- Rappresentano una sorta di “nazionalizzazione” delle banche, ovviamente non dal punto di vista della proprietà ma degli incentivi creati per l’acquisto di titoli di Stato nazionali, rafforzando i legami tra i due settori.
- Sono una soluzione per guadagnare tempo ma non per risolvere gli squilibri che caratterizzano le economie dell’area euro. Si tratta di operazioni a scadenza che dovranno essere rimborsate entro tre anni, periodo che molti considerano insufficiente per vedere i primi risultati di piani di riforma economico-finanziari su cui c’è ancora molto da lavorare.
- Alla loro scadenza sarà difficile sostituire il finanziamento pubblico con quello privato e “disintossicare” le banche dall’assuefazione al funding a basso costo.

## **Le azioni di contrasto alla crisi e il miglioramento del clima di fiducia**

### **Il Firewall**

Un altro contributo al miglioramento del sentiment è rappresentato dalle sinergie che gli operatori intravedono nell'operato congiunto delle LTRO e dell'EFSF/ESM. Viene riconosciuto un alto valore di complementarità tra i due strumenti, in grado di fronteggiare le strette interconnessioni tra la crisi del debito sovrano e le difficoltà del sistema bancario.

Alleviando i problemi di funding delle banche e scongiurando il rischio di una spirale negativa tra rischio sovrano e crisi bancarie, le iniziali perplessità sull'adeguatezza dei fondi a disposizione del firewall vengono ora in parte attenuate. Infatti, nelle fasi più acute della crisi, gli operatori avevano iniziato a dubitare sulla capacità degli Stati e delle banche dei paesi GIIPS di rifinanziare, tramite il solo ricorso al mercato, un debito in scadenza di oltre due trilioni di euro nei prossimi due anni.

Le dotazioni di capitale dell'EFSF/ESM sono ritenute tuttavia insufficienti se la crisi dei paesi GIIPS dovesse riprendere a peggiorare. Gli USA non sembrano favorevoli a un maggiore contributo finanziario del FMI se prima l'Europa non impegna maggiori risorse su questo fronte.



## **Le azioni di contrasto alla crisi e il miglioramento del clima di fiducia**

### **Fiscal compact e crescita economica**

Si ritiene che i Governi nazionali stiano dimostrando un concreto impegno nell'attuare i programmi di consolidamento fiscale già avviati. Non si considerano peraltro questi piani strettamente vincolanti (in termini di raggiungimento degli obiettivi puntuali annunciati), ma si attribuisce maggiore rilevanza alla credibilità degli impegni assunti e all'efficacia delle azioni intraprese.

Molti considerano giustificate le dichiarazioni di alcuni leader europei a favore di programmi di consolidamento fiscale che non trascurino le esigenze di sostegno alla crescita e rilancio della competitività.

C'è anche chi sostiene che gli obiettivi di deleveraging degli Stati meriterebbero una più approfondita valutazione per tener conto del diverso grado di efficienza del debito, distinguendo quello contratto per finalità di sviluppo (infrastrutture, istruzione ecc.) da quello relativo al finanziamento dei consumi e della spesa corrente.

## **L' Italia: l'azione del Governo Monti**

E' opinione largamente diffusa che il nuovo governo segni un cambiamento importante a livello europeo e nazionale.

L'azione del Presidente Monti, indirizzata a promuovere a livello europeo politiche di sostegno allo sviluppo e rilancio della competitività, è giudicata molto positivamente. Il riconoscimento a livello internazionale dell'autorevolezza e dell'esperienza di Monti lascia intravedere un più attivo ruolo dell'Italia nella leadership della UE.

Con riguardo alla politica interna, l'impegno del Governo nell'affrontare i noti problemi strutturali del Paese è considerato un elemento positivo e cruciale, che differenzia l'Italia rispetto ad altri paesi.

Questa apertura di credito è tuttavia condizionata dalla necessità che il Governo adotti una serie di obiettivi coerenti e controllabili e dimostri un progresso costante. Da un punto di vista pratico, c'è attesa che il Governo realizzi il massimo numero di riforme possibili in breve tempo e conquisti la fiducia degli agenti economici, attraverso la condivisione dell'utilità dei sacrifici e la credibilità dei processi di riforma.

## **L' Italia: il mercato dei titoli di Stato e l'aumento dell'avversione al rischio**

Il mercato del debito pubblico italiano è considerato di dimensioni talmente elevate che i nostri titoli rappresentano generalmente una componente strutturale nei portafogli a medio-lungo termine degli investitori a reddito fisso. Ciò assicura una domanda tendenzialmente stabile in condizioni di relativa normalità.

L'acutizzarsi delle tensioni sui titoli italiani negli ultimi mesi del 2011 viene interpretata come la combinazione dell'azione ribassista perseguita da operatori speculativi e dall'alleggerimento dei portafogli degli investitori tradizionali, questi ultimi più attenti al rating e alla volatilità.

L'elevata volatilità dei titoli italiani ne ha ridotto l'appetibilità per gli investitori a benchmark, aumentando invece l'interesse dei trader con posizioni a brevissimo termine e quello degli operatori specializzati nella negoziazione di strumenti a elevato rischio di credito.

## **L' Italia: il miglioramento degli spread sui titoli di Stato**

La tenuta della fiducia verso l'Italia da parte degli investitori tradizionali, anche a seguito della nomina del Governo Monti, e l'ampio sostegno alla liquidità fornito dalla BCE hanno riorientato l'azione degli operatori più speculativi.

Le posizioni ribassiste sono state gradualmente chiuse a partire da fine 2011 e, dall'inizio del 2012, i fondi hedge hanno aumentato le loro esposizioni sui BTP, contribuendo al riequilibrio della curva dei rendimenti.

Il ritorno a condizioni di minore tensione ha determinato, a sua volta, un riallineamento al benchmark da parte degli investitori istituzionali che si erano in precedenza sottopesati, ma non il reinvestimento di quelli che avevano invece abbandonato il mercato dei BTP.

## **L' Italia: il miglioramento degli spread è destinato a durare?**

Vi è una generale convinzione che gli attuali livelli di rendimento dei titoli italiani siano sostanzialmente in linea con i fondamentali, con la possibile eccezione di quelli a più breve termine che avrebbero registrato una flessione eccessiva per l'elevato importo della seconda LTRO.

Si ritiene che il mercato sia attualmente costituito prevalentemente da due categorie di investitori: le banche italiane e gli investitori a medio-lungo termine. Marginali sarebbero invece le operazioni a carattere prevalentemente speculativo.

Siamo in presenza di un equilibrio ritenuto ancora fragile perché i problemi di fondo dell'Italia e dell'Europa devono ancora trovare stabile soluzione. Per l'Italia gli unici rischi deriverebbero dal fronte interno mentre sarebbe ben protetta dall'eventuale acuirsi della crisi dei paesi periferici. Non si esclude, peraltro, che difficoltà del Governo Monti nella prosecuzione dei programmi di consolidamento fiscale, riforme economiche e sostegno alla crescita possano riportare i rendimenti dei titoli pubblici sui più alti livelli registrati nel recente passato.



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

