

**Audizione presso la Commissione bilancio, tesoro e programmazione della Camera dei Deputati
del dr. Fabio Panetta, Capo del Servizio studi di congiuntura e politica monetaria
della Banca d'Italia (Roma, 8 giugno 2010)**

1. L'aggravarsi della crisi nell'area dell'euro e la situazione della Grecia

- All'inizio del 2010 la crisi finanziaria ha messo a dura prova la coesione dell'area dell'euro. In una fase in cui arrivavano a scadenza quantità straordinarie di obbligazioni private, la crescita dei debiti pubblici ha ampliato il premio per il rischio sui debitori sovrani.
- Per la Grecia, segnali di tensione erano emersi già nell'ottobre del 2009, quando il Governo appena eletto rivelava una situazione delle finanze pubbliche drasticamente peggiore di quella sino ad allora conosciuta.
- La stima relativa al disavanzo del 2009 veniva innalzata al 12,5 per cento del PIL, in forte aumento rispetto al valore che era stato comunicato dal precedente governo. Nell'aprile del 2010 il governo greco, nell'ambito della notifica all'Eurostat, ha rivisto ulteriormente il dato, al 13,6 per cento del PIL. L'incidenza del debito lordo sul PIL alla fine del 2009 (stimato all'inizio del 2009 al di sotto del 100 per cento) è ora stimato al 115 per cento.
- La forte crescita del disavanzo pubblico ha contribuito – insieme alla debole struttura produttiva dell'economia greca – ad ampliare il deficit della bilancia dei pagamenti corrente di quel paese, salito a oltre il 13 per cento del PIL nel 2009. Le debolezze strutturali si sono associate agli effetti della recessione mondiale sull'economia greca, che nel 2009 ha registrato un calo del PIL del 2 per cento e un aumento del tasso di disoccupazione (al 9,5 per cento). Per il 2010 si prevede una caduta ancora maggiore del PIL e un ulteriore aumento della disoccupazione.
- Anche se il peso della Grecia all'interno dell'intera Unione europea è poco più del 2 per cento, non vanno sottovalutati gli effetti di *spill-over* nonché quelli di contagio che possono derivare dai canali bancario e finanziario, oltre che da quello della fiducia.
- La crisi greca si inserisce in un quadro di forte deterioramento dei conti pubblici che investe, in varia misura, tutti i paesi avanzati. Per i paesi del G7 i disavanzi pubblici hanno raggiunto nel 2009 un valore medio del 9 per cento del PIL; il debito pubblico ha superato la soglia del 100 per cento del prodotto e, in assenza di adeguate misure correttive, aumenterebbe secondo le stime del FMI di altri 20 punti nel prossimo quinquennio per l'operare di stabilizzatori automatici e stimoli fiscali.

2. L'impatto sui mercati e i rischi derivanti dall'incertezza sull'intervento europeo

- Nel dicembre del 2009 l'agenzia di rating Fitch abbassava il rating della Grecia da "A-" a "BBB+" con outlook negativo. Per la prima volta un paese dell'Eurozona otteneva un rating inferiore alla A. Una tale misura era in parte giustificata dai timori circa la qualità dei dati prodotti dall'istituto di statistica greco. In presenza di vendite massicce di titoli di stato greci e di ripetute flessioni della borsa di Atene, il primo ministro annunciava primi interventi volti a ridurre il deficit pubblico e riconquistare la fiducia degli investitori e dei partners dell'area dell'euro. La reazione dei mercati a tali annunci non era però positiva.
- Le misure venivano ritenute insufficienti. I rendimenti dei titoli greci aumentavano su tutte le scadenze di 0,6-0,8 punti percentuali. Le necessità di raccolta indicate dalla Grecia

prevedevano, per il solo 2010, emissioni pari a 54 miliardi; il profilo delle scadenze evidenziava una forte concentrazione dei rimborsi di titoli pubblici nei mesi di aprile e maggio.

- Il 13 gennaio del 2010, dopo alcune settimane di apparente calma, in cui il differenziale di rendimento tra titoli greci e tedeschi si manteneva intorno a due punti percentuali, la Commissione Europea rimarcava la inattendibilità dei dati sulla finanza pubblica della Grecia, sollevando dubbi anche sulla entità dei dati forniti dal Governo greco nel precedente mese di ottobre. Malgrado le ulteriori misure di correzione fiscale annunciate il giorno successivo dal governo greco, il rendimento del titolo decennale raggiungeva il 7 per cento; il differenziale rispetto al bund tedesco si avvicinava al 4 per cento.
- A febbraio del 2010 i sedici paesi dell'eurozona concordavano azioni coordinate per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'area. Veniva assicurato sostegno finanziario alla Grecia, a condizione che questa adottasse le misure necessarie a ridurre il deficit pubblico di 4 punti percentuali del PIL nel 2010. L'accordo non precisava però le condizioni e i tempi delle erogazioni dei fondi: anche per tale motivo, i rendimenti sul debito greco, che erano scesi nei giorni precedenti, riprendevano a salire.
- Tra fine gennaio e inizio marzo la Grecia tornava ad emettere sul mercato titoli pubblici a cinque e a dieci anni. I collocamenti registravano una domanda soddisfacente, ma a tassi penalizzanti.
- In aprile l'Unione europea e il Fondo monetario internazionale si impegnavano a fornire alla Grecia fondi per 45 miliardi nel 2010. Ciò nonostante, i tassi d'interesse sul debito greco riprendevano a salire, sospinti tra l'altro da un susseguirsi di notizie negative sulla situazione economica generale. A preoccupare i mercati era anche la prospettiva che la crisi fiscale greca potesse generare, attraverso il peggioramento nella qualità delle garanzie, gravi difficoltà per il suo sistema bancario, che avrebbe potuto perdere l'accesso al rifinanziamento della BCE. Si aggiungevano timori sul conto delle banche europee più esposte nei confronti di controparti greche.
- La BCE e le banche centrali nazionali intervenivano prontamente al fine di salvaguardare la possibilità delle banche greche di far ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema, prevenendo l'insorgere di pericolose tensioni nell'offerta di liquidità interbancaria. Lo scorso 8 aprile il Consiglio direttivo della BCE rendeva permanente la fissazione del rating minimo richiesto sulle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di rifinanziamento a BBB- o Baa3. Nel contempo, veniva annunciato che dal gennaio del 2011 sarebbero stati introdotti nuovi scarti di garanzia correlati con il rischio intrinseco delle varie tipologie di attività con rating pari alla soglia minima.
- Alla fine dello scorso aprile la situazione si aggravava rapidamente. La società Standard & Poor riduceva il rating dei titoli greci allo stato di titoli *sub-investment grade*. Le tensioni si estendevano ai titoli pubblici di altri paesi dell'area (Portogallo, Irlanda e in misura minore Spagna). Alcuni mercati cessavano di operare in modo ordinato: la liquidità si prosciugava, le transazioni si riducevano drasticamente, gli spread denaro-lettera si ampliavano significativamente.

3. Contenuti dell'operazione finanziaria di sostegno alla Grecia

- Il 3 maggio, in risposta a questi eventi, il Consiglio direttivo della BCE sospendeva l'applicazione dei requisiti di *rating* minimo con riferimento ai titoli emessi o garantiti dal Governo greco. La decisione veniva presa in concomitanza con quella dei ministri delle finanze di attivare un programma di sostegno finanziario triennale (2010-12) in favore della Grecia (concordato con la Commissione europea, la BCE e l'FMI) per un ammontare complessivo di 110 miliardi di euro. Di questi, 80 miliardi venivano concessi sotto forma di prestiti bilaterali dei paesi dell'area dell'euro, mentre 30 miliardi venivano messi a disposizione dal

Fondo monetario internazionale; 30 miliardi di euro saranno erogati già nel 2010.

- La concessione dei prestiti alla Grecia da parte dell'Italia è disciplinata dal DL N. 67 del 10 maggio 2010, che stabilisce in particolare che l'importo massimo complessivo e potenziale nell'intero triennio sia pari a 14,8 miliardi di euro. Tale ammontare è determinato applicando alla somma complessiva di 80 miliardi di euro la quota di partecipazione italiana al capitale della BCE (aggiustata per tenere conto del fatto che solo i paesi dell'area dell'euro, con l'esclusione della Grecia, partecipano al programma e quindi pari al 18,42 per cento). Gli interessi sul prestito saranno corrisposti dalla Grecia su base trimestrale (a marzo, giugno, settembre e dicembre di ciascun anno) e saranno calcolati in base al tasso EURIBOR a tre mesi maggiorato di 300 punti base (3 per cento) per prestiti triennali e di 400 punti base per prestiti con scadenza superiore. Si aggiunge una commissione di 50 punti base da dedurre anticipatamente dall'ammontare di ciascuna rata di prestito.
- Per l'esercizio 2010 si prevede che l'ammontare del prestito alla Grecia da parte dell'Italia ammonterà a circa 5 miliardi di euro. L'erogazione della prima tranche di circa 2,9 miliardi di euro, effettuata il 18 maggio, non ha richiesto il reperimento di provvista specifica, considerato l'elevato livello del saldo del conto disponibilità del Tesoro a quella data e l'assenza di prevedibili tensioni sul conto per le date successive. Nell'ambito del programma di emissioni annuali, le risorse sono state imputate alla raccolta effettuata con il BTP triennale collocato il 31 maggio 2010 (a un tasso annuo lordo del 2,35 per cento). Al momento si ipotizzano altre due rate, ciascuna pari ad un miliardo, in settembre e dicembre. A livello annuo, l'erogazione di finanziamenti alla Grecia aumenta l'obiettivo di fabbisogno del Governo (esplicitato a maggio nella Relazione Unificata sull'Economia) di circa 5 miliardi.
- Il piano di sostegno finanziario alla Grecia è condizionato all'attuazione, da parte delle autorità greche, di un ambizioso programma di risanamento che prevede una significativa e crescente correzione del disavanzo pubblico: da 2,5 punti percentuali di PIL nel 2010 fino a 11 punti nel 2013. Il nuovo piano di consolidamento fiscale greco stabilisce una serie di misure permanenti che includono sia tagli di spesa sia incrementi di entrate che mirano a ricondurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL dal 2014 (e a ridurre l'incidenza del debito sul PIL dal 2013).
- Gli interventi includono, dal lato delle uscite, una riduzione degli stipendi e delle assunzioni nel settore pubblico e, dal lato delle entrate, un inasprimento dell'IVA e delle accise. Il programma è stato concordato dalle autorità greche con la Commissione europea, la BCE e l'FMI, che sottoporranno la sua attuazione a un monitoraggio trimestrale.
- Il 10 maggio scorso, al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria in Europa, i ministri finanziari dei paesi della UE hanno creato un meccanismo, a cui partecipano i paesi dell'area dell'euro, che permette ai paesi membri sottoposti a tensioni economiche o finanziarie particolarmente accentuate e derivanti da circostanze eccezionali di ottenere un prestito a condizioni simili a quelle praticate dall'FMI. Il valore delle risorse mobilizzabili potrebbe arrivare, in caso di necessità, a 500 miliardi di euro, di cui 60 erogati dalla stessa Unione europea e 440 sotto forma di prestiti concessi da un apposito organismo (la "*European Financial Stability Facility*") che si finanzierebbe sul mercato emettendo titoli garantiti dai paesi dell'area dell'euro. L'FMI ha dato la disponibilità a partecipare agli eventuali interventi di sostegno con un contributo aggiuntivo che potrebbe innalzare le risorse disponibili fino a 750 miliardi di euro. La costituzione dell'EFSF è stata approvata il 7 giugno dall'Eurogruppo.
- Nel varare questo ingente piano a tutela della stabilità finanziaria, i ministri finanziari dei paesi dell'Unione europea hanno sottolineato l'esigenza che i singoli paesi segnalino in modo chiaro e coordinato di essere in grado di rimettere in ordine le finanze pubbliche. La Commissione europea ha formulato proposte dirette a rafforzare il Patto di stabilità e crescita e la Procedura dei disavanzi eccessivi, fra cui quella di imporre depositi fruttiferi ai paesi che non osservano condotte di bilancio prudenti in fasi congiunturali favorevoli e quella di rendere più stringenti le

regole del debito.

- Nelle ultime settimane anche i Governi di più paesi dell'area dell'euro hanno annunciato piani volti a ridurre il disavanzo pubblico e a rendere più sostenibile la situazione presente e prospettica dei conti pubblici. Dopo il Portogallo e la Spagna, si sono mossi nella direzione auspicata dalle autorità comunitarie l'Italia, il Regno Unito e la Germania.
- In concomitanza con le decisioni prese a livello politico, anche il Consiglio direttivo della BCE si muoveva prontamente avviando, sempre il 10 maggio, un programma di acquisti di titoli pubblici e privati emessi nell'area dell'euro. L'intervento, denominato *Securities Market Program*, è volto a fornire sostegno a segmenti di mercato particolarmente colpiti dalla crisi. Esso prevede la sterilizzazione degli acquisti mediante operazioni di riassorbimento della liquidità, al fine di evitare riflessi sull'orientamento della politica monetaria. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di riattivare le aste a tasso fisso con pieno accoglimento della domanda per le operazioni di rifinanziamento a tre mesi di fine maggio e di fine giugno e di effettuare a metà maggio un'asta a sei mesi con queste stesse modalità. Di concerto con altre banche centrali, la BCE ha inoltre reintrodotta linee di finanziamento in dollari.
- Il Consiglio direttivo della BCE, nel valutare le circostanze eccezionali che hanno giustificato l'intervento sul mercato dei titoli pubblici, ha ritenuto necessario contrastare le tensioni sui mercati finanziari, assicurare il rifinanziamento degli intermediari e garantire profondità e liquidità ai segmenti di mercato a rischio di paralisi, in modo da ripristinare il normale funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria. A quattro settimane dall'avvio del *Securities Market Program*, la BCE e le banche centrali nazionali dell'Eurosistema hanno acquistato titoli per un ammontare complessivo pari a 40,5 miliardi di euro (tenendo conto delle transazioni con regolamento fino al 4 giugno). La maggiore offerta di liquidità è interamente riassorbita attraverso operazioni di drenaggio settimanali.

4. Impatto sul settore finanziario italiano, sui mercati dei titoli di Stato e della liquidità

- I rischi assunti dal sistema bancario italiano nei confronti della Grecia risultano contenuti e in calo negli ultimi anni. In base ai dati elaborati dalla BRI, tra il terzo trimestre del 2007 – all'avvio della crisi finanziaria – e la fine del 2009 l'esposizione complessiva delle banche italiane nei confronti di tutti i settori dell'economia della Grecia (amministrazioni pubbliche, banche, famiglie e imprese) è scesa da 6,3 a 4,8 miliardi di euro; alla fine del 2009 tale esposizione era pari al 2,2 per cento del patrimonio di vigilanza consolidato delle banche italiane e allo 0,2 per cento delle loro attività. Nello stesso periodo i rischi facenti capo al sistema bancario tedesco e a quello francese, già in precedenza elevati, sono invece aumentati: l'esposizione delle banche tedesche è salita da 25,6 a 31,2 miliardi di euro, quella delle banche francesi da 41,3 a 52,2 miliardi; nel complesso, alla fine del 2009 l'esposizione dei sistemi bancari di questi due paesi nei confronti della Grecia era pari a circa un terzo del PIL greco.
- La crisi greca ha influenzato i mercati finanziari degli altri paesi della UE. In parallelo con l'aumento dei tassi sui titoli greci, sono infatti aumentati anche i rendimenti sui titoli di Stato dei paesi cosiddetti "periferici" (Spagna, Portogallo, Irlanda). Anche l'Italia ne ha risentito, anche se meno di questi paesi; pesa l'elevato livello del debito solo parzialmente compensato nella valutazione dei mercati da un indebitamento netto inferiore a quello della maggior parte dei paesi della UE.
- Dall'inizio dell'anno, l'aumento dei tassi sui titoli pubblici è stato accentuato e rapido per il Portogallo, mentre per Spagna e Irlanda si è manifestato solo nelle settimane più recenti. Attualmente i differenziali di rendimento con la Germania sulla scadenza decennale sono pari a circa 270 punti base per il Portogallo e Irlanda e a circa 220 punti base per la Spagna.
- Il differenziale di rendimento dei titoli italiani ha mostrato anch'esso una tendenza all'aumento, soprattutto nelle settimane più recenti, passando da 70 punti base all'inizio

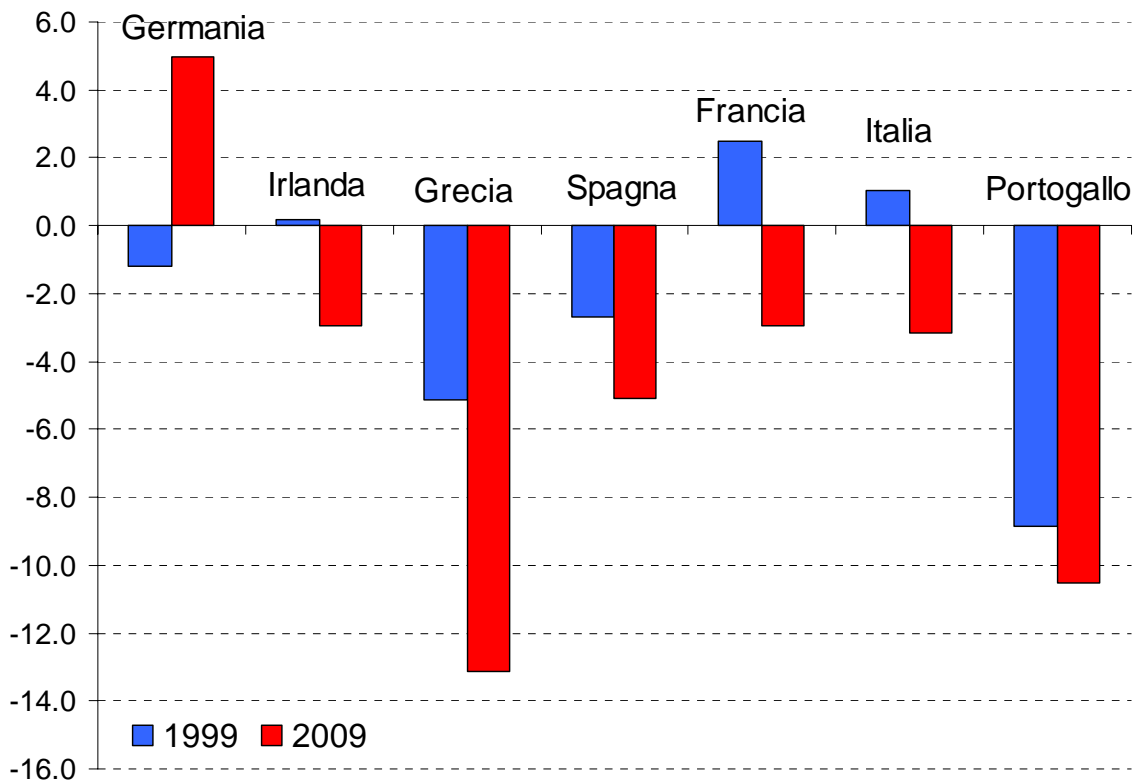
dell'anno a circa 180 a inizio giugno. In termini assoluti, tuttavia, durante la crisi greca il rendimento del BTP decennale è rimasto sostanzialmente stabile, oscillando poco al di sopra del 4 per cento. L'ampliamento del differenziale con il titolo tedesco è principalmente dovuto alla discesa del rendimento del Bund (attualmente pari al 2,5 per cento) per effetto del cosiddetto fenomeno di "*flight to quality*", in base al quale gli investitori, in situazioni di elevata incertezza, privilegiano i titoli ritenuti di migliore qualità, in grado di offrire rifugio dalle turbolenze dei mercati. Nella situazione attuale il "*flight to quality*" ha favorito i titoli tedeschi in misura netta, forse anche eccessiva, comprimendone i rendimenti su livelli che potrebbero risultare bassi alla luce degli andamenti correnti e attesi di crescita e inflazione. Il *flight to quality* ha anche provocato un progressivo spostamento verso il dollaro e il conseguente deprezzamento dell'euro.

- Un altro indicatore di tenuta del mercato italiano è dato dal rapporto tra il valore dei titoli domandati e il volume dei titoli offerti dal Tesoro. Tale rapporto nel 2010 è stato sostanzialmente in linea con quello degli anni precedenti (1,57 contro 1,66 nel 2009 e 1,60 nel 2008).
- Nei mesi a venire, gli investitori saranno chiamati a sottoscrivere cospicue quantità di titoli pubblici in emissione. Per il 2010 le emissioni di titoli a medio-lungo termine dei paesi europei sono stimate in circa 1.440 miliardi, con un incremento del 4 per cento rispetto al 2009. A questi si aggiungono ingenti quantitativi (circa 880 miliardi) di titoli a breve che vengono emessi e rimborsati nel corso dell'anno. Le agenzie di rating stimano che per fine anno i debiti degli stati sovrani europei cresceranno di 760 miliardi di euro rispetto al 2009; di questi, 490 miliardi saranno relativi a paesi dell'Eurozona: un importo sei volte maggiore dell'incremento che ci fu nel 2007. Quest'anno l'Italia deve rifinanziare debiti in scadenza pari a circa il 20 per cento della consistenza complessiva del debito, cui si aggiunge la necessità di finanziare il fabbisogno del 2010.
- Nelle ultime settimane il mercato MTS ha parzialmente risentito del crescente clima di incertezza. Il valore dei titoli quotati e scambiati a pronti dalle banche si è ridotto rispetto agli ultimi mesi del 2009, restando comunque sui livelli superiori al periodo successivo al dissesto di Lehman (settembre 2008): i titoli quotati si aggirano in media intorno ai 15 miliardi di euro giornalieri, quelli scambiati tra i 2,5 e i 3 miliardi.
- La minore liquidità del mercato si è riflessa, più che sugli importi, sul differenziale tra prezzi di vendita e di acquisto (il cosiddetto *bid-ask spread*), un indicatore che esprime la propensione degli operatori a negoziare sul mercato secondario. Tale differenziale ha mostrato oscillazioni molto ampie anche nel corso delle singole giornate.
- Il mercato monetario è stato influenzato in misura minore. Gli scambi sul mercato telematico E-MID sono rimasti sui valori medi dell'ultimo anno (intorno ai 5 miliardi); anche i bid-ask spread sono rimasti pressoché invariati, nell'intorno di pochi punti base. Resta elevata l'avversione al rischio delle banche, e quindi la loro propensione a negoziare fondi assistiti da garanzia: sul mercato interbancario collateralizzato (MIC) e, soprattutto, sul segmento PCT General Collateral della piattaforma MTS.
- Infine, va osservato che l'attività degli intermediari greci sui mercati italiani è del tutto trascurabile: dall'inizio dell'anno solo 5 banche elleniche hanno operato nell'e-MID in via remota, cioè direttamente dalle loro sedi in Grecia, ma per meno dello 0,5 per cento dei valori trattati. Al mercato ad asta di titoli Bondvision, operativo sulla piattaforma MTS, partecipano 16 banche greche (su un totale di quasi 600 intermediari), che però dall'inizio dell'anno hanno effettuato scambi per soli 5 milioni di euro; nessun operatore greco partecipa ai mercati MTS a pronti e PCT.

ALLEGATO

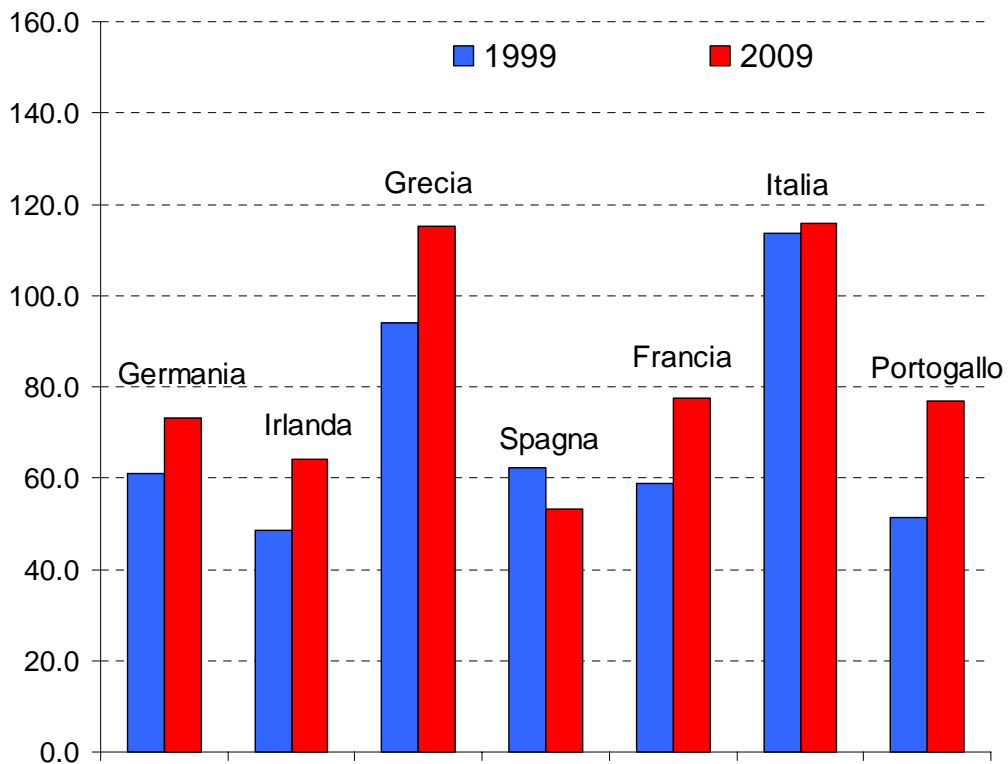
**Audizione presso la Commissione bilancio, tesoro e programmazione della Camera dei Deputati
del dr. Fabio Panetta, Capo del Servizio studi di congiuntura e politica monetaria
della Banca d'Italia (Roma, 8 giugno 2010)**

Figura 1 – Saldo delle partite correnti
(in percentuale del PIL)



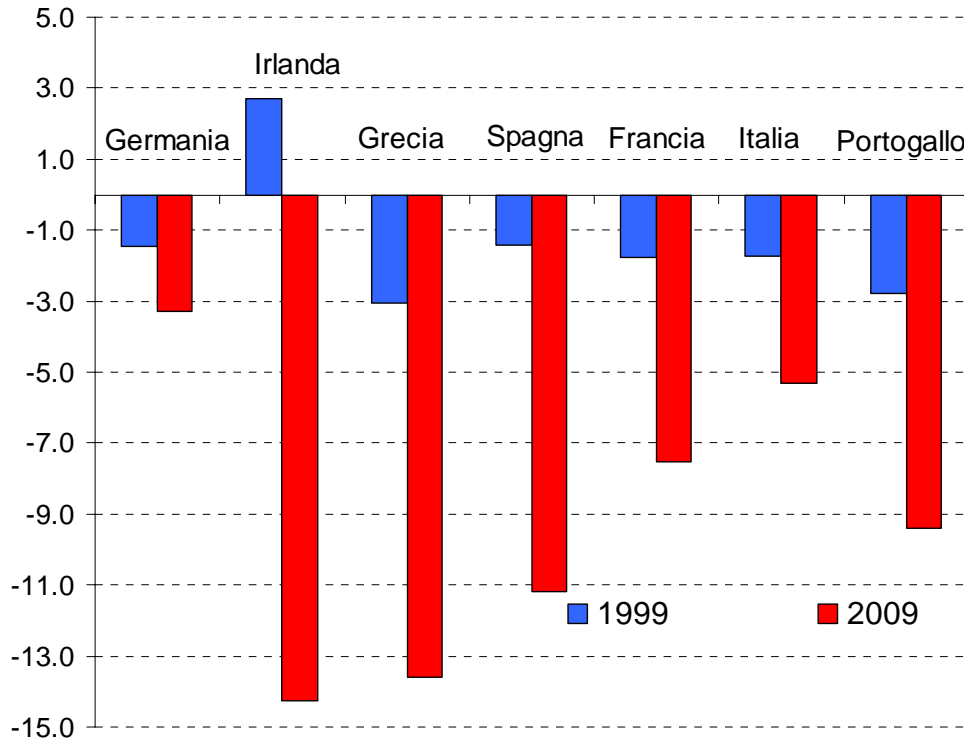
Fonte: Ameco

Figura 2 – Debito pubblico
(in percentuale del PIL)



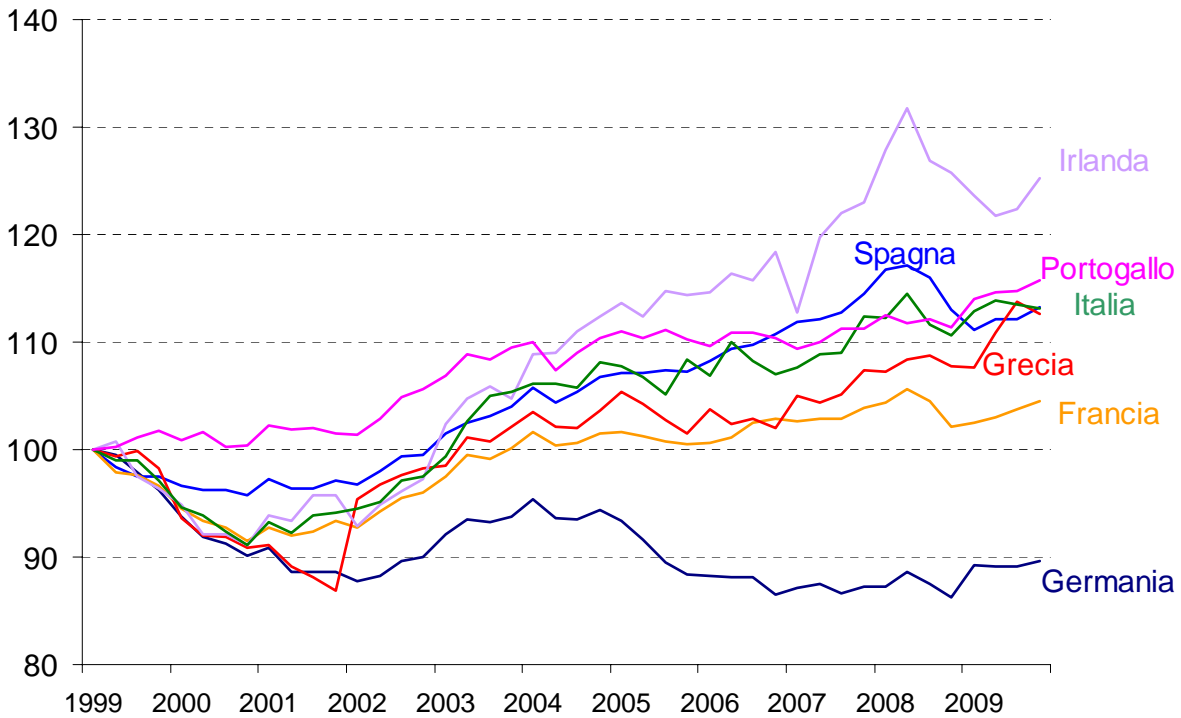
Fonte: Ameco

Figura 3 – Avanzo/disavanzo pubblico
(in percentuale del PIL)



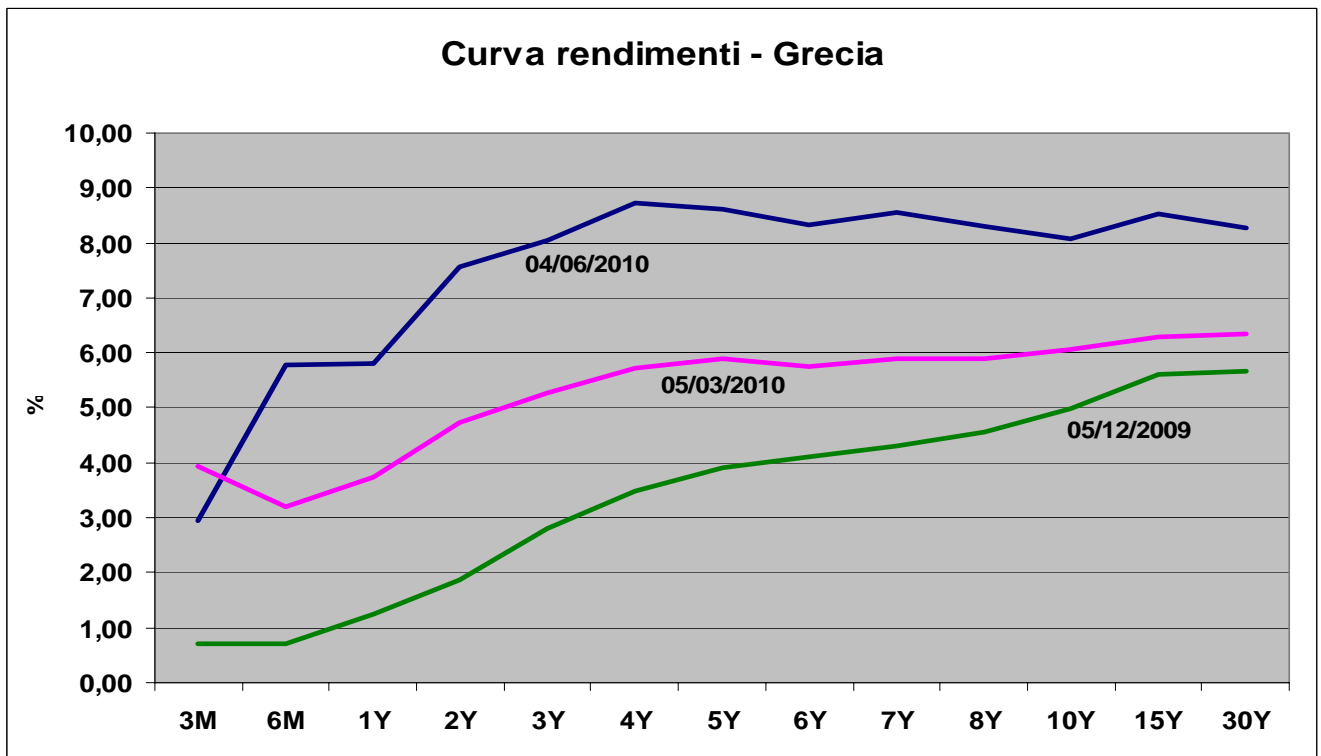
Fonte: Ameco

Figura 4 – Indicatore di competitività
in base al costo unitario del lavoro (totale economia)



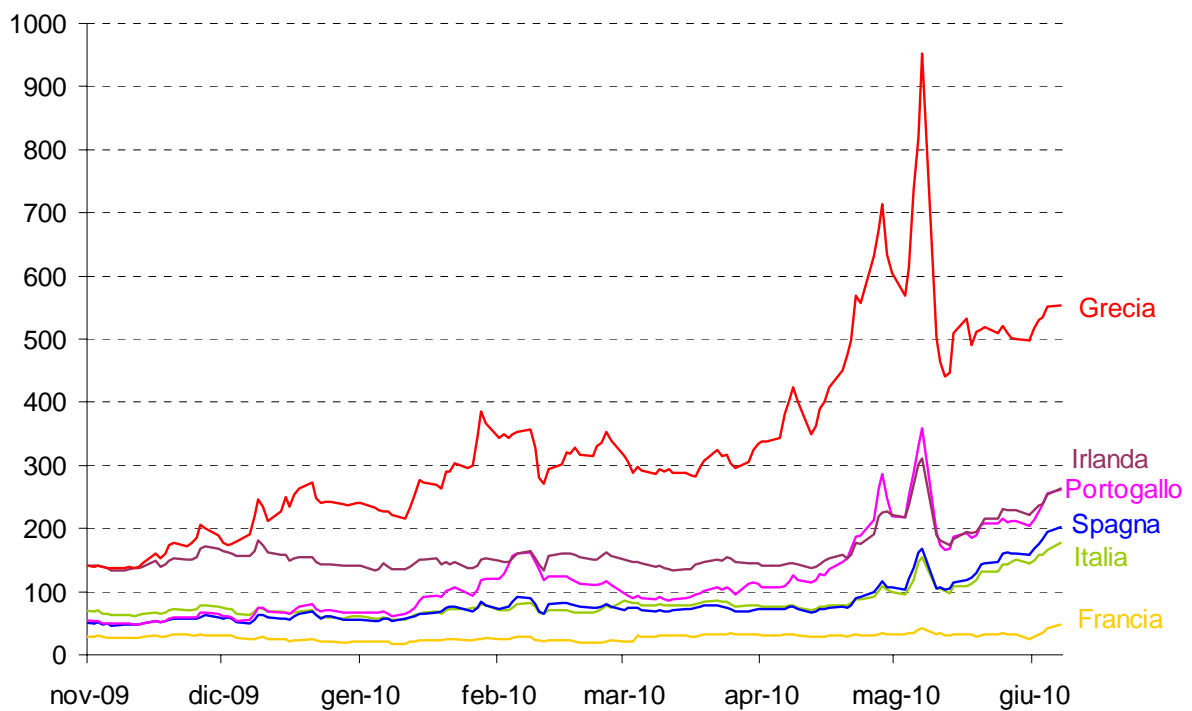
Fonte: Eurostat e calcoli interni

Figura 5 – Curva dei rendimenti dei titoli pubblici greci
(punti percentuali)



Fonte: Reuters

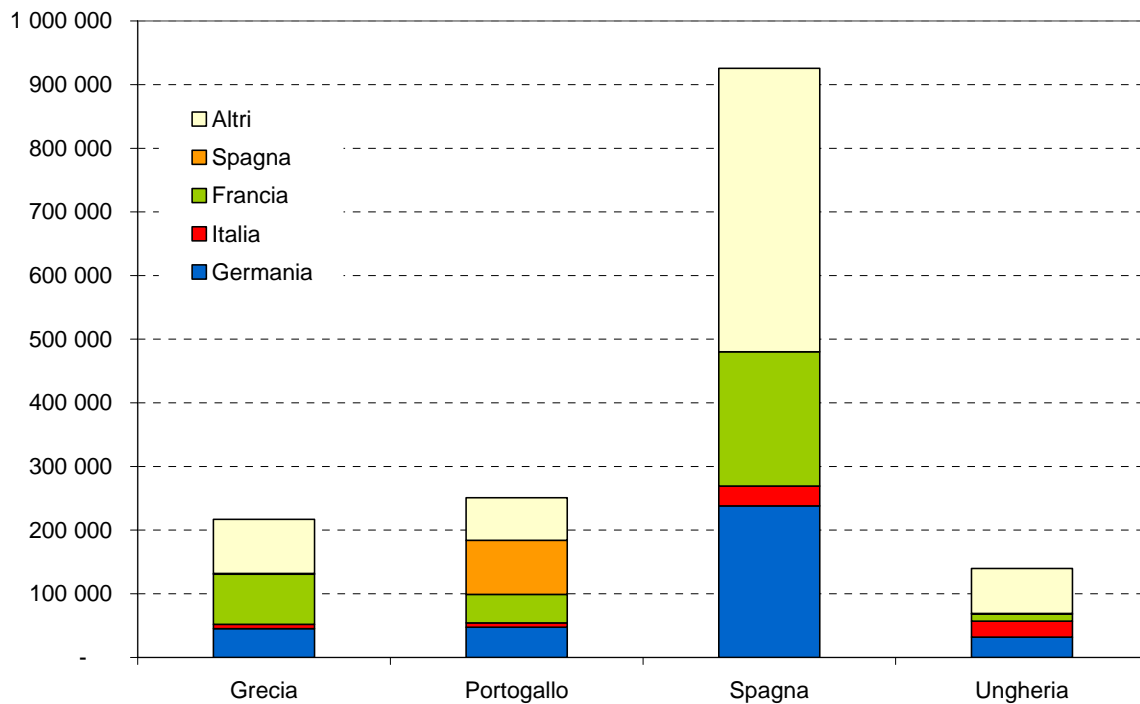
Figura 6 – Differenziali tra i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine e quelli del Bund tedesco
(punti base)



Fonte: Datastream e calcoli interni

Figura 7 – Esposizione del sistema bancario italiano e di altri paesi dell'area dell'euro nei confronti del settore pubblico e privato di Portogallo, Grecia, Spagna e Ungheria

(IV trimestre 2009; in milioni di dollari)



Fonte: BRI (Statistiche bancarie internazionali consolidate – *ultimate risk basis*) e calcoli interni

Figura 8 – Rendimenti dei titoli pubblici decennali di Italia e Germania (scala di sx) e relativo differenziale di rendimento (scala di dx)

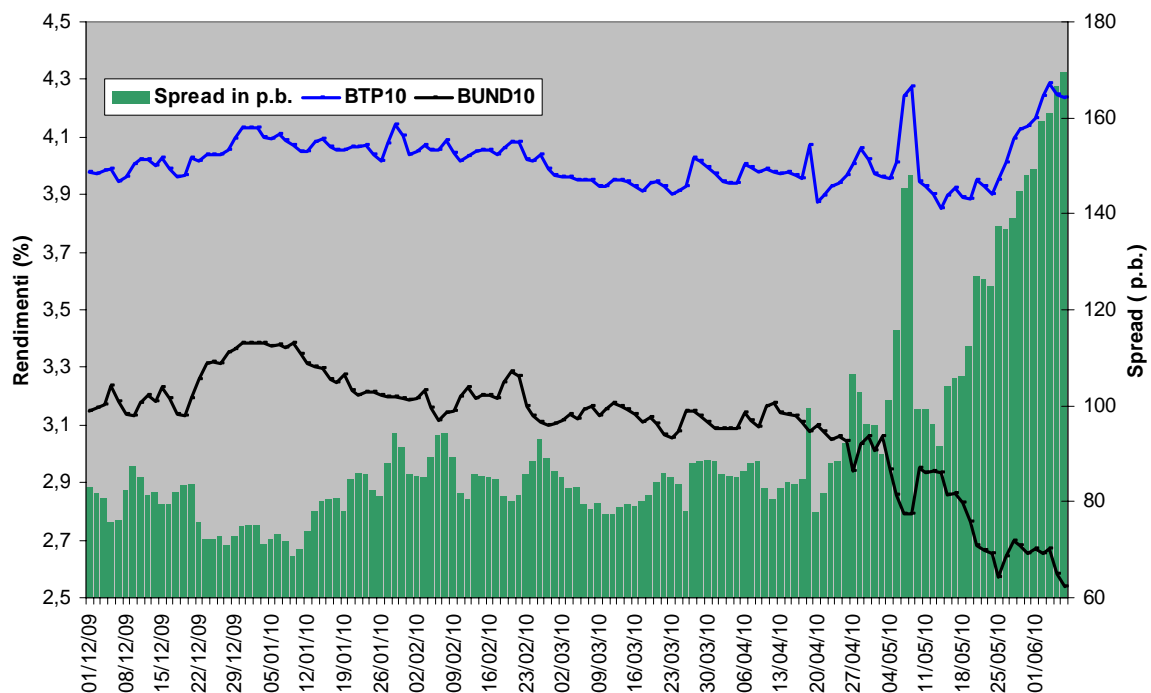


Figura 9 – Indicatori di liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato

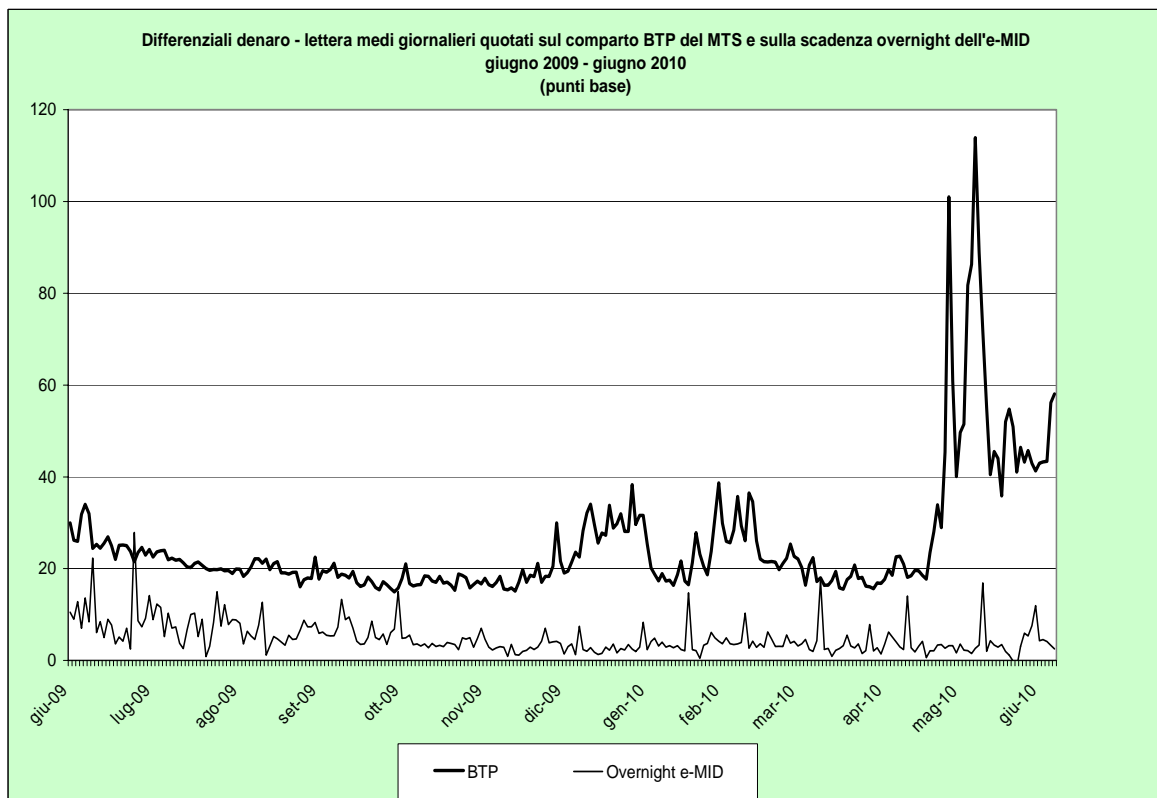
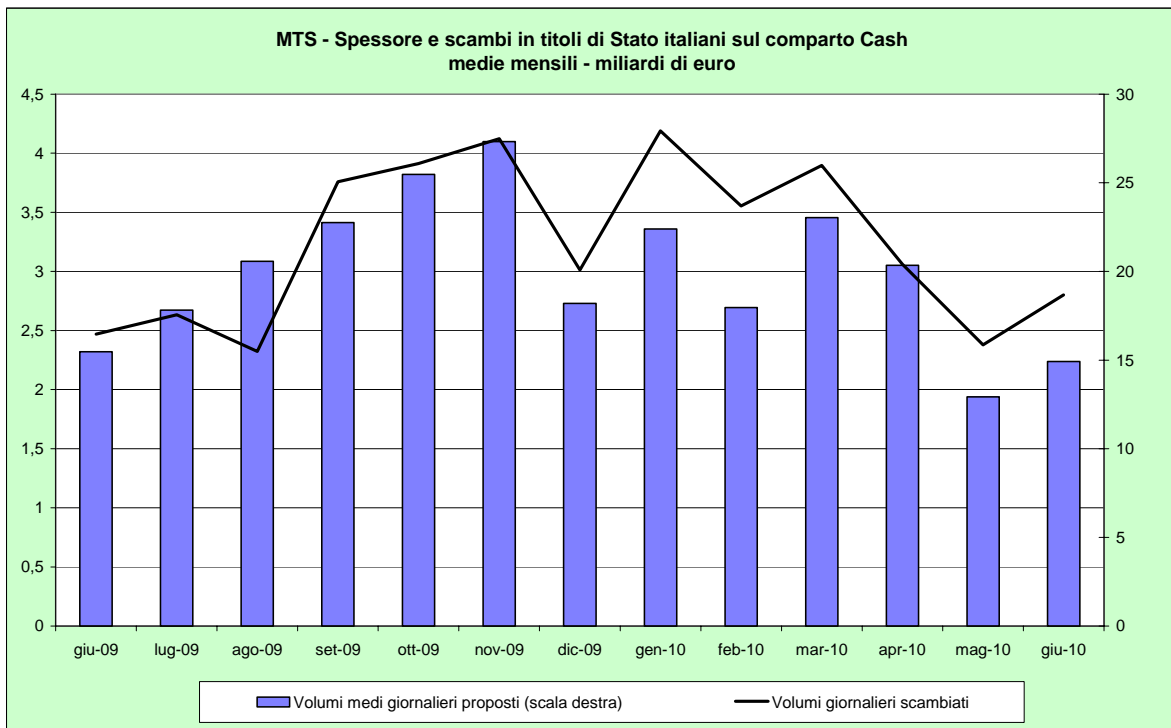


Figura 10 – Indicatori di liquidità sul mercato monetario

