



**SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA**

Settimana Culturale dell'Economia

**LA CRISI E IL FUTURO DEL MERCATO DEI
CAPITALI**

LECTIO MAGISTRALIS

Giuseppe Vegas, Presidente Consob

Roma, 18 maggio 2011

1 Le origini della crisi

La crisi economica attuale, i cui sintomi erano emersi a metà del 2007, trae origine dalla crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi (cosiddetti *subprime*).

Le radici del fenomeno vanno ricercate nell'incremento delle erogazioni di prestiti a mutuatari con basso merito di credito e nella propensione di banche e altri intermediari a trasferire il rischio così acquisito mediante operazioni di cartolarizzazione.

Tali operazioni sono state realizzate tramite società veicolo (SIV e conduit) che esibiscono all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette Asset backed commercial paper – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse.

Il crescente deterioramento della qualità dei mutui subprime ha impedito alle società veicolo di rifinanziare i titoli a breve in scadenza con nuove emissioni, rendendo necessario il ricorso alle linee di liquidità bancarie. Il crollo della liquidità sui mercati dei prodotti strutturati ha, inoltre, creato difficoltà alle banche di investimento più esposte su tali strumenti.

Fra luglio e settembre 2007 si sono evidenziati i primi episodi di crisi bancarie in Europa, che hanno sollecitato interventi pubblici di salvataggio, a marzo 2008 si è assistito alla crisi della banca d'affari americana Bear Stearns. A partire da luglio 2007 si è registrato un brusco aumento del numero di declassamenti del merito di credito (*downgrading*) di titoli strutturati da parte delle agenzie di rating, che è perdurato per tutto il 2008.

Nei mesi successivi al *default* Bear Stearns si sono susseguite ulteriori fasi di turbolenza sui mercati, ma il sistema finanziario sembrava essere in grado di assorbire lo *shock* della crisi dei *subprime* e i fondamentali dell'economia apparivano ancora solidi.

L'insolvenza della banca d'affari americana Lehman Brothers, resa nota al mercato il 15 settembre 2008, ha innescato una nuova fase di intensa instabilità. La decisione delle Autorità americane di lasciare fallire una grande istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa, ha scosso profondamente la fiducia degli operatori alimentando un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Il *default* Lehman Brothers ha generato preoccupazioni diffuse sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori ha determinato una drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un

aumento dei tassi a breve termine, nonostante le massicce iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali.

La crescente consapevolezza della natura sistemica della crisi ha causato turbolenze senza precedenti che si sono estese dal mercato dei prodotti strutturati ai mercati azionari, in particolare ai titoli di società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario evidenziando un elevato grado di interconnessione. Gli effetti della crisi finanziaria hanno poi trovato un veloce canale di trasmissione verso l'economia reale: la possibilità che la fragilità degli assetti patrimoniali del sistema bancario potesse comportare una stretta creditizia ha inciso negativamente sulle prospettive di crescita e di redditività delle imprese non finanziarie, riducendo le possibilità di investimento e innescando un circolo vizioso con successivi effetti negativi sulla crescita e sull'occupazione.

L'analisi della crisi ha fatto emergere diversi profili di criticità. Il modello di intermediazione finanziaria cosiddetto originate to distribute (OTD), pur allentando i vincoli di accesso al credito delle famiglie, ha stimolato comportamenti di deresponsabilizzazione e short-termism negli attori coinvolti. La possibilità di trasferire i rischi dei finanziamenti erogati ha, infatti, ridotto gli incentivi degli intermediari bancari a monitorare le capacità di rimborso dei debitori, comportando un sensibile abbassamento degli standard di valutazione della qualità del credito.

Le operazioni di cartolarizzazione che hanno permesso il trasferimento del rischio hanno generato prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e scambiati prevalentemente over the counter, ossia in mercati secondari connotati da scarsa liquidità e non in grado di esprimere prezzi significativi. In assenza di prezzi sui mercati secondari, il valore di iscrizione in bilancio di tali prodotti è stato determinato "a modello", risultando di conseguenza molto volatile in quanto sensibile alle ipotesi e alle variazioni dei parametri alla base del modello stesso.

A fronte dell'opacità dei prodotti e del conseguente proliferare di condizioni di incertezza informativa sulla valutazione degli stessi, il giudizio delle agenzie di rating ha inoltre assunto per gli investitori un'importanza crescente, fino a diventare eccessiva; i rating dei prodotti strutturati, tuttavia, risultano meno stabili di quelli relativi a un titolo obbligazionario in quanto, oltre a esprimere il giudizio delle agenzie sul merito di credito, riflettono anche il modello probabilistico (e dunque le ipotesi ad esso sottostanti e le serie di dati storici utilizzati) di valutazione dei flussi di cassa futuri dei prodotti strutturati e le ipotesi relative sia ai possibili scenari di mercato che alle correlazioni tra le probabilità di insolvenza relative alle attività sottostanti.

Le operazioni di trasferimento del rischio hanno creato incertezza circa l'effettiva distribuzione del rischio stesso tra gli operatori finanziari. La crisi dei mutui subprime ha, infatti, evidenziato che la vulnerabilità delle banche alle insolvenze dei prenditori di fondi non viene eliminata o attenuata dalla cartolarizzazione degli attivi rischiosi. Al contrario, il rischio ritorna alle banche, attraverso svariati canali di trasmissione: tra questi, la concessione di linee di liquidità o la prestazione di garanzie alle società veicolo,

altre esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi (ad esempio, gli hedge fund), il possesso diretto di titoli strutturati per motivi di investimento o trading.

2 Com'è cambiato il sistema finanziario

Uno degli effetti più rilevanti della crisi, destinato ad influenzare il sistema finanziario per i prossimi anni, è rappresentato dalla aumentata percezione del rischio di credito e di controparte. Dopo un periodo in cui si era concesso credito in modo pressoché indiscriminato, gli operatori hanno cominciato a guardare con maggior attenzione alla capacità dei propri debitori di rimborsare i finanziamenti loro concessi. La consapevolezza della rilevanza del rischio di credito ha innescato un processo di *deleveraging* che, prendendo le mosse dal settore dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, si è poi diffuso in tutta l'economia interessando famiglie, imprese non finanziarie e le stesse banche.

La crisi finanziaria internazionale ha posto in evidenza, inoltre, le numerose interconnessioni tra settori e tra paesi. La crisi debitoria si è trasferita dapprima dal settore privato a quello pubblico, a causa dell'implementazione di politiche fiscali espansive a sostegno dell'economia e dell'ingente costo dei salvataggi bancari, per poi dar vita al processo inverso, con la crisi debitoria che dal settore pubblico si sta trasferendo al settore privato attraverso un incremento del rischio paese.

In linea generale, una delle eredità della crisi è rappresentata dall'incremento dell'avversione al rischio da parte di tutti gli attori del mercato, il cui risparmio è confluito prevalentemente verso strumenti molto liquidi e con scadenze brevi. Tale fenomeno determina ancora oggi, situazioni di illiquidità di alcuni mercati per i prodotti più a lunga scadenza e maggiormente strutturati, come, ad esempio, il mercato delle cartolarizzazioni.

Le autorità nazionali ed internazionali hanno messo in atto varie misure di breve periodo in risposta agli eventi più dirompenti, per poi avviare una riflessione strutturata sugli interventi da realizzare nel medio-lungo periodo per ripristinare e mantenere la stabilità del sistema che ha portato ad un nuovo assetto della vigilanza finanziaria in ambito europeo.

In primo luogo, i piani di intervento dei diversi governi hanno previsto una serie di incentivi per gli istituti di credito a non ridurre i finanziamenti al settore privato. In alcuni paesi, tra cui l'Italia, dove le banche hanno retto l'impatto della crisi con minori difficoltà, i piani di sostegno pubblico al settore hanno avuto come principale obiettivo non tanto il salvataggio di istituti in difficoltà quanto, piuttosto, l'incentivazione del credito a imprese e famiglie in una fase di debolezza dell'economia. In altri paesi, al contrario, i piani di sostegno si

sono rivolti principalmente al salvataggio degli istituti bancari. Dall'inizio della crisi gli Stati Uniti hanno destinato al salvataggio degli istituti di credito quasi 2.800 miliardi di dollari (di cui è stato restituito solo il 26 per cento circa), mentre i governi europei hanno stanziato oltre 1.900 miliardi di euro (di cui solo il 30 per cento circa già restituito).

Accanto all'intervento pubblico diretto, alcuni Stati hanno poi favorito l'intervento privato di acquisizione delle banche in crisi da parte di altri istituti di credito, realizzando, per tale via, una maggiore concentrazione del settore bancario. Tale processo è stato molto evidente negli Stati Uniti (dove nel corso del 2008 Merrill Lynch è stata acquisita da Bank of America, Wachovia Corporation da Wells Fargo e Bear Stearns da JPMorgan).

In secondo luogo, gli interventi delle autorità di politica economica sono stati rivolti alla definizione di nuove regole che limitassero l'assunzione di rischio da parte dei diversi operatori economici e incentivassero una riduzione del grado di indebitamento privato, ancora significativo in molti paesi industrializzati.

A livello internazionale, una delle riforme di maggior rilievo è rappresentata dal nuovo impianto di regolamentazione prudenziale per le banche, definito dal Comitato di Basilea per la Supervisione Bancaria, volto ad incrementare il grado di patrimonializzazione degli istituti di credito (Basilea III). A livello europeo, la principale riforma è rappresentata dalla revisione della struttura delle autorità di vigilanza, al fine di realizzare un maggior coordinamento tra le stesse. La crisi infatti ha reso evidente come l'efficacia dell'azione di vigilanza sul sistema finanziario, caratterizzato da innumerevoli interconnessioni tra operatori, settori economici e paesi, potesse realizzarsi solo attraverso un'integrazione altrettanto profonda tra le diverse autorità nazionali e il superamento di disomogeneità nelle regole alla base del sistema dei controlli.

La riforma della struttura delle autorità di vigilanza a livello europeo, entrata in vigore il 1° gennaio 2011, prevede una complessa architettura basata sull'istituzione del Consiglio europeo per i rischi sistemici (*European Systemic Risk Board – Esrb*), al quale sono affidate funzioni di vigilanza macroprudenziale, e del Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision – Esfs*), al quale è affidata la vigilanza microprudenziale. Quest'ultimo è costituito da tre autorità europee di nuova istituzione (*European Supervisory Authorities – ESAs*) e dalle autorità di vigilanza nazionali. Le tre autorità europee (rispettivamente, la *European Banking Authority – Eba*, la *European Insurance and Occupational Pension Authority – Eiopa* e la *European Securities and Markets Authority – Esma*) hanno competenze specializzate nel settore bancario (Eba), assicurativo (Eiopa) e mobiliare (Esma) e sono dotate di poteri di natura prevalentemente regolamentare e di alcuni poteri operativi e di intervento in particolari situazioni di emergenza. La vigilanza operativa sui singoli soggetti all'interno degli Stati membri resta affidata, pertanto, alle autorità nazionali; nel settore dei valori mobiliari, tuttavia, l'Esma ha poteri di vigilanza diretti su taluni soggetti, la cui operatività ha una forte connotazione *cross border* (agenzie di rating e alcune infrastrutture di mercato).

Una delle principali sfide dell'Esma è costituita dalla capacità di elaborare standard tecnici e linee guida, al fine di realizzare un effettivo livellamento del campo di gioco e un'armonizzazione delle prassi di vigilanza, rimuovendo gli incentivi ad arbitraggi fra ordinamenti che hanno fortemente penalizzato il mercato finanziario interno.

Ai cambiamenti di natura istituzionale, appena descritti, si va affiancando un ampio processo di revisione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari. La Commissione Europea ha, infatti, recentemente avviato un processo di revisione delle principali direttive del settore dei mercati mobiliari (in particolare, la MiFID e la Direttiva sugli abusi di mercato) e sono in corso di definizione (o da poco emanate) le misure attuative di altre direttive recentemente riviste nel loro impianto di fondo (in particolare, la Direttiva sul risparmio gestito, cosiddetta UCITS IV, e la Direttiva Prospetto). A questo processo di revisione si affiancano due iniziative legislative nuove, in materia di vendite allo scoperto e di derivati OTC, che riflettono il dibattito emerso dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano e le proposte avanzate da organismi internazionali quali il Financial Stability Board (FSB).

Nel lungo periodo, tra le riforme in grado di influenzare il sistema finanziario emerge, da ultimo, il processo di revisione della *governance* economica europea, avviato sulla scia della crisi del debito sovrano di alcuni paesi dell'Europa periferica che, da marzo 2010, coinvolge i paesi e gli organismi istituzionali dell'Unione europea. Tale processo mira a realizzare una maggiore salvaguardia della stabilità sistemica dell'area euro, da un lato attraverso un rafforzamento del Patto di stabilità e crescita, dall'altro attraverso l'istituzione di un meccanismo permanente di gestione delle crisi (*European Stability Mechanism* - ESM) che sostituirà, dal 2013, *European Financial Stability Facility* (EFSF) quale fonte di sostegno finanziario agli Stati membri in difficoltà.

Ad oggi risulta ancora in via di definizione il quadro regolamentare per le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (cosiddette *Systemically Important Financial Institutions* - SIFI), da sottoporre a requisiti più stringenti e ad una vigilanza coordinata a livello sovranazionale. Un'ulteriore discussione attualmente aperta riguarda, inoltre, il tema dello "*shadow banking*", rappresentato dal fenomeno dell'intermediazione creditizia condotta da soggetti non appartenenti al settore bancario e pertanto non sottoposti alla medesima disciplina prudenziale. Occorre, infatti, tener presente che, nel momento in cui si rende più rigorosa la disciplina prudenziale per le banche, aumenta l'incentivo delle stesse a sfruttare il sistema "ombra", circostanza che farebbe sorgere rischi rilevanti per la stabilità finanziaria.

Tutte le considerazioni fin qui esposte evidenziano come la crisi abbia determinato profonde mutazioni nel sistema finanziario: si sono atrofizzati alcuni mercati per gli strumenti finanziari strutturati; sono nate nuove autorità di vigilanza e nuovi canali di

coordinamento; alcune banche sono fallite o sono state salvate con interventi pubblici; sono stati istituiti meccanismi permanenti di intervento in caso di crisi.

3 Le prospettive

3.1 La crescita economica

Le previsioni per il 2011 e il 2012 indicano un quadro sostanzialmente favorevole, anche se i tassi di crescita variano molto tra aree geografiche e, in particolare nell'area euro, tra paesi *core* e paesi periferici.

Il Fondo Monetario Internazionale stima un tasso di crescita per gli Stati Uniti pari al 2,8 per cento nel 2011 e al 2,9 nel 2012, mentre indica valori più contenuti per l'area euro (1,6 e 1,8 per cento) e per l'Italia (1,1 e 1,3 per cento).

Nelle economie emergenti persistono invece attese di crescita sostenuta (con tassi intorno al 6,5 per cento in media); in Cina, in particolare, il prodotto dovrebbe crescere al tasso del 9,5 per cento nel biennio 2011-2012, mentre in India le stime superano l'8 per cento nel 2011 per poi ridursi lievemente nel 2012.

Anche gli indicatori del clima di fiducia si mantengono favorevoli, nell'area euro così come negli Stati Uniti; in particolare, negli Usa la pubblicazione di dati sull'occupazione fortemente positivi agli inizi di marzo ha dato luogo a una revisione al rialzo delle prospettive di crescita.

L'andamento dei mercati del debito sovrano dell'area euro continua a rilevare tensioni persistenti: nel mese di aprile il differenziale dei rendimenti sui titoli di Stato greci e portoghesi rispetto a quelli tedeschi si è ampliato ulteriormente a causa delle attese di ristrutturazione del debito greco e delle richieste di aiuti del Portogallo.

3.2 I mercati dei capitali

Le prospettive di crescita dei mercati dei capitali sono strettamente connesse all'andamento economico complessivo. Negli ultimi mesi del 2010, la crescita economica è rimasta sostenuta nelle principali economie emergenti e negli Stati Uniti, mentre ha registrato un rallentamento nei paesi dell'area euro e nel Regno Unito. Le differenti prospettive di crescita dei paesi avanzati hanno contribuito a determinare discrepanze nelle dinamiche dei mercati azionari.

Il tasso di crescita dello S&P500 (riferito alle maggiori società del mercato statunitense) è infatti cresciuto del 13 per cento circa nel 2010, mentre il DJ Euro Stoxx (relativo alle maggiori società quotate nell'area euro) ha subito una flessione del 6 per cento circa. Con riferimento all' Italia la riduzione dell'indice azionario è stata ancor più marcata (-13 per cento). Nei primi 3 mesi del 2011, invece, nonostante le condizioni di forte instabilità politica in alcuni paesi del Nord Africa e la situazione determinatasi in Giappone in seguito al terremoto, gli indici azionari nei paesi avanzati hanno mostrato un incremento del 5 per cento circa negli Usa, del 4 per cento nell'area euro e dell'8 per cento in Italia.

La crisi finanziaria ha anche ridotto il peso del mercato azionario con riferimento all'intera economia. In molte economie avanzate la capitalizzazione di borsa rispetto al Pil ha subito una significativa contrazione (dal 2000 al 2010 in Italia il rapporto tra capitalizzazione e Pil passa dal 69 al 35 per cento, in Germania dal 61 al 49 per cento, in Francia dal 107 all'89 per cento).

Con riferimento al mercato degli strumenti derivati, le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) evidenziano come nei primi 6 mesi del 2010 vi sia stata, a livello globale, una lieve flessione del mercato. Il totale del nozionale in essere dei contratti derivati a giugno 2010, tuttavia, risultava ancora pari a quasi 18 volte il totale attivo del sistema bancario.

Il valore nozionale dei derivati over the counter (Otc) su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni e merci) si è ridotto del 3 per cento circa (da 569.000 miliardi di dollari Usa a dicembre 2009 a 552.000 miliardi di dollari Usa circa a giugno 2010); il mercato dei derivati scambiati in borsa (exchange traded) ha subito una contrazione ancora più consistente (-7 per cento circa).

Anche il mercato dei derivati su rischio di credito (credit default swap - Cds) ha subito nel 2010 una lieve flessione. Il valore nozionale di tali strumenti finanziari, infatti, si è ridotto nei primi 6 mesi del 2010 del 7 per cento circa (da 33.000 a 30.000 miliardi di dollari Usa). Il mercato dei Cds sovrani, al contrario, ha registrato un forte tasso di crescita nel periodo più recente: nel 2009 le posizioni nette sono cresciute del 20 per cento circa e le lorde del 30 per cento; nel 2010, invece, le posizioni nette sono più che raddoppiate, mentre quelle lorde sono cresciute di oltre il 50 per cento. Lo sviluppo del mercato dei Cds su emittenti sovrani è dunque un fenomeno relativamente recente, probabilmente legato alla crescita delle esigenze di copertura emerse con il forte deterioramento dei conti pubblici nei principali paesi avanzati ed emergenti.

La raccolta obbligazionaria ha registrato un forte rallentamento, sia in Europa che negli Usa, soprattutto nel settore finanziario, che ha scontato la progressiva chiusura dei programmi di garanzie pubbliche alle passività bancarie in tutti i principali paesi di tali aree geografiche.

A settembre 2010, i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali relativi ai paesi avanzati e ai principali paesi emergenti indicavano che il valore dei titoli pubblici in essere era pari a circa 40.000 miliardi di dollari Usa, contro circa 52.600 miliardi di dollari di

obbligazioni di emittenti privati. Nonostante la crisi e il peggioramento dei conti pubblici in molti paesi, dunque, i titoli pubblici sono pari al 76% per cento dei titoli privati.

Nel 2010 si è registrata una graduale ripresa del mercato delle cartolarizzazioni collegate a mutui (grazie anche ai miglioramenti delle quotazioni sul mercato secondario), sostenuta dalle operazioni di soggetti privati negli Usa e da operazioni cosiddette di auto-cartolarizzazione in Europa (titoli acquistati interamente dall'originator al fine di costituire collateral per operazioni di rifinanziamento con la Bce); le emissioni delle altre tipologie di cartolarizzazioni hanno subito, invece, una significativa contrazione.

3.3 Il sistema bancario

Il sistema bancario, che ha avuto un ruolo fondamentale nella trasmissione e amplificazione della crisi, si trova ad affrontare sfide rilevanti, connesse al mutato quadro regolamentare e di vigilanza prudenziale e al mutato scenario dei mercati.

Nel corso della crisi le banche hanno sperimentato, a livello globale, un forte deterioramento della qualità degli attivi e perdite rilevanti sia dall'attività di *trading* che dall'attività di intermediazione tradizionale. Attualmente il settore bancario mostra decisi segni di ripresa negli Stati Uniti, in cui sembra che le banche abbiano superato la fase più acuta della crisi, tornando a mostrare livelli di redditività soddisfacenti e un miglioramento della qualità del credito.

Appare, al contrario, più complessa la situazione del settore bancario in Europa, dove la crisi del debito sovrano di alcuni paesi periferici ha fatto sorgere timori sulle esposizioni bancarie in titoli pubblici e su possibili effetti di contagio.

Nel corso del 2010, è stato delineato il nuovo impianto regolamentare di Basilea III e successivamente si è aperta la fase di recepimento di tali nuove norme da parte dei diversi Stati. Appare, infatti, evidente che il ritmo e le modalità di adeguamento ai nuovi requisiti prudenziali dettati per le banche possano variare in modo considerevole tra paesi, alla luce di alcuni spazi di discrezionalità lasciati alle autorità nazionali.

In Europa, ad esempio, la Banca d'Italia ha di recente raccomandato un livello di capitale core prossimo al 10 per cento per le banche italiane di maggiori dimensioni e di importanza sistemica. Nel Regno Unito, L'Independent Commission on Banking ha raccomandato, nel suo Interim Report, un livello minimo di Tier 1 ratio del 10 per cento. Altri paesi non si sono ancora pronunciati sul tema ma potrebbero non seguire l'esempio italiano.

In linea generale, pur in un quadro piuttosto disomogeneo, sembra emergere una maggiore severità delle autorità europee rispetto a quelle statunitensi sotto il profilo della disciplina prudenziale per le banche. Tale maggior rigore discende anche dalla necessità di tranquillizzare i mercati circa lo stato di salute del

sistema bancario europeo che, attualmente, si trova a fronteggiare i rischi connessi alla crisi del debito sovrano.

In Europa la necessità di adeguarsi ai nuovi standard patrimoniali ad un ritmo sostenuto, ha dato l'avvio a diverse operazioni di aumento di capitale da parte delle banche di maggiori dimensioni. Nel nostro paese, alcune delle principali banche quotate hanno già annunciato diversi aumenti di capitale e si stima che, nell'area euro, le necessità patrimoniali delle banche di maggiori dimensioni siano di oltre 100 miliardi di euro.

Le principali banche europee sono sottoposte, inoltre, in questi giorni, a un'analisi di scenario (stress test) condotta dalla European Banking Authority (EBA), allo scopo di valutare la tenuta patrimoniale degli istituti di credito di fronte a scenari economici e di mercato fortemente avversi. La lista delle banche coinvolte nel test e i dettagli metodologici sono stati pubblicati di recente, mentre i risultati sono attesi per il mese di giugno. Il test si è reso necessario proprio in seguito all'acutizzarsi della crisi del debito sovrano, che ha evidenziato i limiti del precedente stress test, condotto nel 2010 e basato su ipotesi di scenario che, nei mesi successivi alla pubblicazione dei risultati, si sono rivelate eccessivamente ottimistiche. Tale nuovo stress test, basato su ipotesi più severe del precedente, risulta fondamentale per ristabilire un certo grado di fiducia nel settore bancario europeo, anche attraverso la realizzazione di un maggior livello di disclosure al mercato relativamente all'esposizione dei singoli istituti al rischio sovrano.

In alcune economie avanzate è iniziata una fase di moderata e cauta restrizione della politica monetaria, alla luce della ripresa economica e delle pressioni inflazionistiche derivanti dall'incremento del prezzo del petrolio. Lo scorso mese la Banca Centrale Europea, per la prima volta dal 2008, ha innalzato di 25 punti base il tasso di riferimento della zona euro, portandolo al livello dell'1,25 per cento. Il moderato incremento dei tassi di interesse nella area euro influenzerà il settore bancario attraverso diversi canali quali la domanda di credito, la qualità del credito stesso e i margini reddituali.

In linea generale, maggiori tassi di interesse sono associati ad una riduzione della crescita degli impieghi, a causa di una contrazione della domanda di credito. Al contempo, un incremento dei tassi implica una maggiore onerosità del debito e, pertanto, è in grado di determinare un deterioramento della qualità del credito e un incremento dello *stock* di crediti dubbi (*non performing*). Dal punto di vista reddituale tuttavia, il margine di interesse delle banche dovrebbe trarre beneficio da un incremento dei tassi poiché determinerebbe un incremento degli *spread* creditizi. Alla luce di tali effetti contrastanti, appare difficile una valutazione univoca dell'impatto sul settore bancario, sotto il profilo reddituale e patrimoniale, di un incremento dei tassi di interesse. Tale mutato scenario dei tassi

costituisce, tuttavia, fonte di opportunità e rischi con cui le banche dovranno confrontarsi nel prossimo futuro.

4 I rischi

Seppure sostanzialmente positive, le stime sui tassi di crescita si accompagnano, come già detto, ad alcuni elementi di incertezza e restano collegate all'evoluzione di alcuni fattori di rischio che potrebbero potenzialmente avere effetti di natura sistemica sulla stabilità finanziaria e sull'economia reale.

4.1 La crisi del debito sovrano

Uno dei rischi principali per la stabilità complessiva del sistema finanziario e per la solidità della ripresa economica è costituito dal rischio di *default* o dalla richiesta di ristrutturazione del debito sovrano di paesi periferici dell'area euro, che implicherebbe per i creditori privati un allungamento delle scadenze o l'accettazione di riduzioni del capitale (cosiddetti *haircut*).

Tale evento potrebbe avere ripercussioni molto rilevanti, per i rischi di contagio sul debito di altri paesi, per l'impatto sui sistemi bancari e sulla ricchezza delle famiglie (che ormai hanno portafogli diversificati a livello geografico), per la crisi di fiducia che si innescherebbe e che finirebbe per avere gli stessi effetti depressivi sul sistema finanziario e sull'attività produttiva sperimentati dopo il *default* Lehman.

C'è dunque un rischio sistemico legato al fatto che i paesi periferici sono *too interconnected to fail*, più che *too big to fail*, senza contare gli effetti in termini di crisi di fiducia e rischio di contagio. Nessun paese è rimasto al riparo dalle ansie dei mercati. Ma non tutti i paesi sono vulnerabili allo stesso modo. Chi ha il debito complessivo più elevato, sia pubblico che privato, e la crescita economica più bassa, risulta più esposto di altri. Le tensioni si sono riflesse anche nel mercato dei titoli di stato, dove è ricomparso il fenomeno della fuga verso la qualità. Il differenziale dei rendimenti fra titoli dei diversi Stati sovrani all'interno dell'Eurozona è cresciuto, raggiungendo per alcuni paesi livelli di guardia.

Queste preoccupazioni hanno portato alla richiesta di incrementare i fondi disponibili per lo European Financial Stability Facility (Efsf), la cui capacità di erogare prestiti è stata riportata ai previsti 440 miliardi di euro, grazie a un aumento delle garanzie date dai paesi con rating massimo.

Le stime di fabbisogno dei paesi periferici per il 2011 (pari a circa 300 miliardi di euro per Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, secondo previsioni recenti del Fondo Monetario Internazionale) e le previsioni fino al 2013 (anno in cui l'Efsf dovrebbe terminare) indicano, tuttavia, la possibilità che le risorse possano essere insufficienti nel medio termine, anche alla luce dei fondi già stanziati per gli aiuti all'Irlanda e della necessità che l'Efsf mantenga nel tempo un attivo che garantisca il rating massimo alle sue emissioni. Ai 440 miliardi di euro si possono sommare, tuttavia, altri 60 miliardi che possono essere raccolti e garantiti dal budget della Commissione Europea mentre altri 250 miliardi possono essere forniti dal Fondo Monetario Internazionale, per una cifra complessiva di 750 miliardi di euro (cosiddetto European Financial Stabilisation Mechanism – Efsm).

A livello comunitario si discute su come rendere più rigidi i meccanismi di controllo della stabilità dei conti pubblici dei paesi dell'area euro, ma si tratta di misure che eventualmente potranno incidere nel medio periodo. Potrebbe essere necessario riflettere, invece, su meccanismi, anche temporanei, utili a gestire le difficoltà di breve periodo che i paesi più indebitati potrebbero sperimentare nell'accesso al mercato per il rifinanziamento del debito in scadenza.

Probabilmente la dotazione dell'Efsf può essere adeguata fino al 2013 e fino a quella data gli investitori in titoli di Stato dei paesi periferici possono essere relativamente sicuri di non dovere subire ristrutturazioni o haircut; ma ovviamente i tassi attuali dei titoli di Stato dei paesi periferici scontano tutta l'incertezza che potrà caratterizzare lo scenario post-2013. Ciò continua ad alimentare i movimenti speculativi al ribasso e le vendite allo scoperto su titoli di Stato, incidendo negativamente sulla spesa per interessi e i parametri di finanza pubblica; molti analisti ritengono inoltre concreto il rischio che a breve il Portogallo (e in prospettiva anche la Spagna) possa non riuscire più ad accedere al mercato dei capitali e che i titoli offerti in asta possano non essere interamente sottoscritti.

Sembra dunque necessaria una politica di intervento strutturale che consenta di prevenire e di gestire in maniera ordinata i problemi di difficoltà di accesso al mercato dei capitali da parte dei paesi dell'area euro con debito elevato.

Le proposte più strutturate e interessanti in tal senso prevedono la costituzione di un'agenzia del debito europea (proposta "Junker-Tremonti") che sostituisca l'Efsf a partire dal 2013. Tale agenzia sarebbe l'interfaccia dei singoli paesi sul mercato primario, emettendo titoli (*eurobond*) a tassi che potrebbero consentire di ottimizzare la spesa per interessi al livello aggregato. Questa soluzione implica naturalmente una redistribuzione di risorse in favore dei paesi più indebitati, che potrebbe essere accettata a livello politico solo nel caso in cui questi rinunciassero interamente alla propria sovranità fiscale.

Sono però immaginabili soluzioni meno radicali sul piano politico e più pragmatiche che rivedano il mandato dell'Efsf o di una costituenda agenzia europea dopo il 2013. Ad esempio, potrebbe essere sufficiente che l'agenzia compri sul primario i nuovi titoli dei paesi in difficoltà ovvero offra una garanzia a sottoscrivere in asta i titoli non sottoscritti dagli investitori privati, utilizzando il ricavato dell'emissione di eurobond; naturalmente i paesi coperti da tale programma si impegnerebbero ad attuare rigorose politiche di

risanamento dei conti pubblici. Non vi sarebbe alcun effetto di sussidio ai paesi in difficoltà, poiché l'agenzia comprerebbe i titoli a prezzi di mercato, ma sarebbero garantite le operazioni di rifinanziamento del debito in scadenza; naturalmente, al fine di avere il rating massimo, l'agenzia dovrebbe avere forme di garanzia o linee di credito da definire da parte degli Stati con rating elevati (che potrebbero essere remunerati per tali garanzie utilizzando la differenza fra il rendimento dei titoli di Stato acquistati dall'agenzia e il costo della sua raccolta).

Una soluzione ancora più efficiente dal punto di vista finanziario, ma politicamente molto delicata, è quella di prevedere che sia la Banca Centrale Europa (BCE) a svolgere il ruolo appena descritto; ciò risolverebbe il problema della garanzia, poiché i bond emessi dalla BCE sarebbero garantiti dal suo intero attivo e avrebbero dunque sicuramente il rating massimo; si potrebbero naturalmente prevedere dei limiti quantitativi a questo tipo di operazioni (poiché una quota eccessiva di titoli con basso rating nell'attivo della BCE finirebbe per compromettere la possibilità di mantenere il rating massimo). Ciò naturalmente richiede una revisione del mandato della BCE, ma darebbe più trasparenza a un ruolo che di fatto essa ha già svolto, comprando sul mercato secondario titoli per oltre 70 miliardi di euro.

4.2 I rischi geo-politici e le materie prime

Le turbolenze in Nord Africa e in Medio Oriente generano significative conseguenze sulle relazioni commerciali tra queste regioni e i paesi dell'area euro e si riflettono sui bilanci delle banche europee. L'esposizione commerciale e bancaria, tuttavia, si può considerare contenuta, sebbene va considerato che i collegamenti commerciali e finanziari con la regione differiscono tra le varie nazioni, soprattutto in forza del diverso grado di prossimità geografica. L'Italia sicuramente risulta essere uno dei paesi europei più coinvolti dall'evoluzione della crisi libica: la Libia, infatti, non è solamente il nostro primario fornitore di petrolio, ma è anche un importante partner commerciale, nonché un azionista di rilievo di alcune delle nostre società quotate (Unicredit, Eni, Finmeccanica).

L'effetto più immediato delle guerre civili, tuttavia, è rappresentato dall'aumento del prezzo del petrolio; a causa del ruolo di primo piano rivestito da tali paesi nella produzione del greggio, il premio per il rischio derivante dall'instabilità politica di queste economie è stato infatti velocemente incorporato nei corsi petroliferi.

I prezzi delle materie prime sono cresciuti significativamente a partire dal 2009 e i fattori alla base di questo *trend* sono di diversa natura. Da un lato, vi sono la gestione della produzione energetica dei paesi produttori e le già richiamate turbolenze politiche che stanno interessando alcuni paesi produttori che si affacciano sul Mediterraneo; dall'altro, vi è l'aumento consistente della domanda da parte dei paesi emergenti (in particolare, per il 2011, le stime del Fondo Monetario Internazionale prevedono per Cina e

India un incremento del valore delle importazioni di petrolio rispettivamente del 39 e 36 per cento). Nel medio periodo, inoltre, è probabile che anche la ricostruzione giapponese accresca la domanda di beni energetici e che questo possa esercitare pressioni al rialzo sui corsi di tali materie prime.

Sebbene la forte volatilità dei prezzi delle *commodities* resti per lo più connessa alla dinamica dell'equilibrio fra domanda e offerta, contribuiscono ad alimentare l'aumento delle quotazioni anche la speculazione sui mercati dei derivati e la crescente correlazione tra volatilità dei prezzi del petrolio e delle altre merci.

Nei paesi avanzati l'impatto della crescita dei prezzi delle materie prime sull'inflazione appare contenuto, poiché le aspettative si mantengono ancorate verso il basso e gli alti livelli di disoccupazione frenano la crescita dei salari nominali. Conseguenze più significative potrebbero invece verificarsi nei paesi emergenti, dove i tassi di sviluppo sono più elevati e in particolare in Cina, dove gli interventi sui mercati valutari contengono l'apprezzamento della moneta locale favorendo fenomeni inflattivi.

Nel lungo periodo, un eccesso di offerta potrebbe determinare uno "scoppio" della bolla dei prezzi delle *commodities*: se la Cina, il maggior importatore di *commodities*, dovesse adottare una politica monetaria più restrittiva, con effetti di contenimento sulla crescita del prodotto, la domanda di materie prime rallenterebbe spingendo verso il basso le quotazioni. In seguito al rallentamento dell'economia, anche gli investitori speculativi potrebbero chiudere le proprie posizioni e lo "scoppio" della bolla potrebbe essere un'eventualità concreta. Tenuto conto dell'alta correlazione tra i prezzi delle *commodities* e la crescita economica dei grandi paesi produttori di materie prime, tali paesi potrebbero sperimentare un rallentamento generalizzato della crescita.

Al momento iniziano a emergere alcuni segnali di indebolimento della domanda, come possibile conseguenza del livello elevato delle quotazioni, e in prospettiva gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, come indicano le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012.

Non si può escludere, tuttavia, che nel medio periodo una persistente e inattesa contrazione dell'offerta possa causare una riduzione delle scorte e una spirale a rialzo dei prezzi di cui risentirebbero soprattutto i paesi emergenti.

Per quanto riguarda l'impatto economico della recente calamità naturale e nucleare in Giappone, i potenziali rischi che ne derivano possono considerarsi relativamente

contenuti. È verosimile, infatti, che l'impatto economico risulti limitato nel tempo e che presto la ricostruzione alimenterà una nuova fase di ripresa.

Probabilmente, per ragioni di contiguità geografica, i paesi emergenti dell'Asia sono i più esposti alla crisi nipponica, mentre le importazioni dagli Stati Uniti, così come dall'Europa sono contenute (secondo i dati della Banca Centrale Europea, la quota del Giappone sul totale delle esportazioni per gli Stati Uniti è pari a poco più del 5 per cento e per l'area euro al 2,5 per cento circa).

Anche le ripercussioni sul mercato finanziario internazionale appaiono ridotte, dal momento che, rispetto alle altre economie avanzate, quella giapponese risulta molto più chiusa: gli investimenti esteri rappresentano appena il 60 per cento circa del Pil del paese, contro il 140 per cento degli Stati Uniti e il 175 per cento dell'area euro.

Per determinati settori, l'automobilistico e l'elettronico in particolare, tuttavia, le ripercussioni del disastro sono state notevoli e solo nel tempo i grandi produttori che importano componenti di base dal Giappone riusciranno a rimuovere le strozzature della catena produttiva.

Per quanto riguarda le economie emergenti, i paesi del *far east* continuano a registrare tassi di crescita talmente sostenuti da generare il rischio di un surriscaldamento inflazionistico. Molti di essi, infatti, sono prossimi al pieno utilizzo della capacità produttiva e sperimentano elevate pressioni sui prezzi; anche l'incremento dei prezzi dei beni alimentari e delle materie prime ha contribuito ad aggravare il costo della vita determinando crescenti richieste di aumenti salariali. Alcuni di questi governi si trovano costretti pertanto ad implementare politiche monetarie e fiscali più restrittive.

Un altro fattore di rischio per i paesi emergenti deriva dagli ingenti flussi di capitali stranieri che rendono per alcuni versi controproducente l'uso della politica monetaria ai fini della gestione della domanda domestica, dal momento che un rialzo dei tassi potrebbe incentivare ulteriormente gli investimenti esteri esacerbando le instabili dinamiche finanziarie domestiche.

5 Conclusioni

Le considerazioni sin qui svolte hanno messo in luce la gravità delle conseguenze di una crisi originata dall'assunzione spregiudicata di rischi di cui non si era attentamente valutata la portata.

La crisi ha mostrato che quello che può essere perfettamente razionale e accettabile a livello micro e individuale può avere rilevanti effetti destabilizzanti a livello macro.

È emerso chiaramente infatti che in un mercato globalizzato le decisioni assunte dai principali interpreti del sistema finanziario possono avere conseguenze significative sull'intera economia e sul tessuto sociale mondiale.

La profonda recessione ha avuto inevitabili ripercussioni sulle fasce più deboli della popolazione, totalmente estranee ai giochi di potere condotti sui tavoli dell'alta finanza, dove spesso ci si dimentica che "ogni decisione economica ha una conseguenza di carattere morale". Con queste parole, Benedetto XVI, nella sua enciclica *Caritas in Veritate*, sottolinea la necessità che sia l'etica a illuminare ogni passo e che sotto ogni processo socio-economico più visibile "c'è la realtà di un'umanità che diviene sempre più interconnessa; essa è costituita da persone e da popoli a cui quel processo deve essere di utilità e di sviluppo".