



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2008

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga (cap. 1), Alberto Banfi, Francesca Pampurini, Alberto Schiavi e Gianfranco Venuti (cap. 2), Luigi Ruggerone, Marco Zaninelli e Davidia Zucchelli (cap. 3).
Ha collaborato: Giovanni Barone.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Elisabetta Scansani e Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 25 giugno 2008.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – IL PEGGIO E’ PASSATO ...	pag. 1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	pag. 3
1. Spettri vecchi e nuovi incubi	3
2. USA: la recessione (ancora) non c’è	9
3. L’andamento del ciclo nell’Eurozona	14
4. Le previsioni per il 2008-2009	15
5. L’evoluzione della liquidità e la politica monetaria della Fed	18
6. Gli interventi a favore dei mutuatari	24
7. Gli interventi regolatori sugli intermediari	27
8. Tassi e liquidità nella zona-Euro	29
9. Una sintesi	38
2 – LE RECENTI TENDENZE NEI MERCATI FINANZIARI	40
1. Il sistema bancario internazionale	41
2. I mercati obbligazionari	45
3. I mercati azionari	47
3 – IL BRASILE E IL SUO SISTEMA BANCARIO	50
1. Dalla stabilizzazione alla crescita	50
2. Rivoluzione ed evoluzione del sistema bancario	60
3. Il sistema bancario brasiliano all’inizio del nuovo millennio	62
4. Una valutazione della stabilità del sistema bancario	66
5. Conclusioni	69

SINTESI

Aspetti della congiuntura reale e monetaria

La congiuntura internazionale rimane dominata da due fenomeni che stanno scuotendo le principali economie avanzate ed emergenti. Da un lato le perduranti conseguenze deflazionistiche della crisi finanziaria avviata la scorsa estate. Dall'altro la recrudescenza inflazionistica dovuta al forte rincaro del prezzo dei beni alimentari ed energetici che non ha ancora esercitato effetti rilevanti sulle rivendicazioni salariali. Tuttavia, nonostante la compresenza di due contrastanti fattori di crisi, l'economia reale continua a registrare un andamento accettabile, decisamente migliore rispetto a quanto previsto solo alcuni mesi addietro. L'economia USA ha conosciuto un rallentamento, ma appare lontana dall'inizio di una vera e propria fase recessiva. L'Euro-zona ha invece registrato un ritmo di crescita decisamente più solido di quello raggiunto oltre Atlantico, anche se le divergenze cicliche al suo interno stanno assumendo un'intensità davvero notevole. Le economie emergenti continuano il loro processo di rapido sviluppo anche se iniziano a confrontarsi con i costi e i problemi sollevati dal forte rincaro di alimentari ed energia. Sul fronte monetario va invece registrata la perdurante divergenza di atteggiamento tra Fed e BCE. La politica adottata dalla Banca Centrale USA continua ad essere pesantemente condizionata dalla crisi finanziaria e di liquidità innescata dalle difficoltà nel settore di mutui *subprime*. Al contrario la Banca Centrale Europea si è limitata ad immettere liquidità nel sistema senza però ridurre il tasso ufficiale, mantenendo un atteggiamento molto cauto nei confronti del processo inflazionistico.

Le recenti tendenze nei mercati finanziari

Il capitolo viene dedicato all'analisi delle recenti tendenze riguardanti l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali, che continuano ad essere caratterizzati da una certa volatilità che si manifesta congiuntamente ad una decisa diminuzione dell'appetito per il rischio mostrato da gran parte degli operatori.

Oltre ad analizzare l'andamento dei mercati obbligazionari ed azionari, il capitolo esamina le condizioni del comparto bancario statunitense ed europeo, cercando di valutare la situazione dei principali intermediari a quasi 12 mesi dallo scoppio della crisi *subprime*.

Il Brasile e il suo sistema bancario

Dopo aver analizzato in precedenti numeri di Osservatorio le principali caratteristiche del sistema economico cinese e indiano, proponiamo un approfondimento dedicato ad un altro paese facente parte del gruppo dei BRICs: il Brasile. Dopo il periodo nero degli anni '80 e '90, caratterizzato da crisi di debito e di bilancia dei pagamenti, il Brasile sembra tornato sul sentiero di continua crescita che aveva intrapreso negli anni '60 e '70. In particolare a partire dal 1994, con l'introduzione del Piano Real e l'inizio di una fase di riforma fiscale, il paese è riuscito a lasciarsi alle spalle il perdurante problema dell'iperinflazione e della volatilità macroeconomica.

In questo periodo anche il sistema bancario brasiliano ha conosciuto una fase di profonda ristrutturazione, incentrata per lo più sulla privatizzazione delle banche statali, che ha prodotto un aumento sensibile dell'efficienza e della capacità di intermediazione. Nel complesso la maggior solidità del sistema bancario e dei fondamentali macroeconomici hanno permesso di sviluppare un mercato interno del credito e di spostare l'emissione internazionale di bond verso



la valuta locale e le scadenze più lunghe, anche per il settore *corporate*.

Nel capitolo vengono ripercorse le principali tappe di questo cammino, analizzando l'attuale situazione del sistema economico (e di quello

bancario in particolare), cercando di individuarne i possibili sviluppi e rischi, soprattutto in considerazione dei problemi e delle atipicità che ancora lo contraddistinguono.

INTRODUZIONE

IL PEGGIO È PASSATO ...♦

... oppure il peggio deve ancora venire ... o forse non c'è mai stato? Il “sentimento” dei mercati finanziari ed anche le valutazioni dei molti interventi sulla crisi dei mutui *subprime* hanno continuato a fluttuare. Da un lato, i più pessimisti arrivavano a temere “un altro ‘29””. Dal lato opposto, gli ottimisti indicavano che gli Stati Uniti non avrebbero quest’anno registrato alcuna recessione; mentre la ricapitalizzazione delle banche in perdita avrebbe risolto anche la loro crisi di liquidità. Tra questi due estremi, si sono collocate molte diverse interpretazioni. In generale i pessimisti sottolineavano soprattutto la gravità del *credit crunch* indotto dalla necessità di adeguare, ridimensionandoli, gli attivi bancari al ridotto capitale delle banche. Mentre gli ottimisti, con una valutazione più macroeconomica, ritenevano che la crisi non si sarebbe rivelata grave per l’economia soprattutto a causa del *mix* di politica monetaria e di bilancio – ambedue molto espansive – adottate negli Stati Uniti. Il dollaro debole, che l’espansione monetaria e fiscale favoriva, riusciva a stimolare un aumento di domanda (cioè di esportazioni nette) che più che compensava la caduta della domanda interna USA. Come la stessa crisi *subprime* aveva indicato, anche la debolezza del dollaro ci ricordava che in un’economia davvero globale i problemi di un Paese sono condivisi dagli altri: è in questo modo che la “diversificazione del rischio” serve a ridurlo.

Come si spiegano valutazioni tanto differenti? E, col senno di poi, quale sembra oggi la più vicina al vero? Anzitutto, è necessario distinguere con una qualche cura due diverse interpretazioni della “turbolenza” che ha colpito i mercati finanziari.

La prima, e almeno inizialmente prevalente, interpretazione ha collocato la turbolenza in questione nel contesto di una “crisi di credito”: l’insolvenza di mutuatari di bassa qualità determinava una serie di *default* di strumenti contenenti crediti diventati inesigibili.

L’eventualità di perdite gravi se raffrontate al capitale dell’intermediario bancario ne avrebbe determinato il fallimento (e comunque la chiusura, al venir meno della fiducia di creditori e depositanti). Questo scenario era ipotizzato di estrema gravità, in assenza di due possibili rimedi: una ricapitalizzazione con iniezione di sufficiente capitale privato; oppure un salvataggio con iniezione di sufficiente capitale pubblico.

Ma al verificarsi di quei due correttivi, come si è ben osservato in questo difficile anno, è anche chiaro che lo stesso scenario si modificava radicalmente. E’ come se la dimensione delle perdite bancarie fosse stata grandemente ridimensionata. E la ragione è semplice. Gli stessi mille miliardi di dollari di perdite, che potendo eccedere il capitale farebbero fallire alcune grandi banche avviando una crisi grave come quella del ‘29, appaiono assai ridimensionati se vengono invece rapportati al totale della ricchezza finanziaria.

Se non si fosse trattato di una “crisi bancaria”, ma semplicemente di una bolla speculativa, che aveva temporaneamente gonfiato il valore della ricchezza, le conseguenze macroeconomiche avrebbero potuto essere trascurabili. Una bolla che eleva il valore di un’attività patrimoniale al di sopra del suo valore fondamentale ha infatti un qualche “effetto ricchezza” che è poi compensato da un successivo equivalente “effetto povertà” quando la bolla si sgonfia. Ci sarà cioè una temporanea maggior spesa per consumi ed investimenti, poi compensata da un movimento di segno opposto del reddito. Gli effetti distributivi (chi ci guadagna e chi ci perde quasi mai

♦ A cura di Giacomo Vaciago.



coincidono) possono anche essere rilevanti. Ma se non vi sono fallimenti e soprattutto se non vi sono fallimenti bancari, il tutto sarà archiviato come l'ennesimo caso di fluttuazione dell'economia, che una politica economica più accorta avrebbe forse¹ potuto evitare. Questa rappresentazione, che tiene conto della reazione delle Banche centrali volta a impedire ogni fallimento rischioso per la stabilità del sistema bancario, porta a descrivere l'intera vicenda nei seguenti termini, che al momento sembrano l'interpretazione più probabile. La crisi *subprime* nasce come "bolla immobiliare" (il credito è concesso nell'ipotesi che il prezzo delle case continui ad aumentare²) che si complica e si estende grazie ad una intensa attività di innovazione finanziaria volta a disperdere (a volte solo a nascondere) il rischio.

Quando la bolla immobiliare inizia a sgonfiarsi, gli intermediari più coinvolti in questa attività iniziano ad avere problemi di liquidità perché "sospettati" dalle loro controparti. La "turbolenza" dell'agosto 2007 potrebbe perciò diventare una crisi bancaria se le banche centrali dimenticassero la loro originaria missione: sempre evitare (possibilmente con attività preventiva, ma come "male minore" anche con salvataggi) i fallimenti delle banche. Superate le iniziali perplessità (più a Londra che a New York), questo messaggio è stato compreso dai mercati che hanno così ripreso a funzionare in modo quasi normale. Man mano che le perdite delle banche emergono e la loro ricapitalizzazione procede, il rischio sistemico (oggi ancora misurato dagli *spread* applicati nel

mercato della liquidità) si riduce. La "grande paura" volge al termine.

Molto resta da fare per evitare che una crisi così grave possa ripetersi. L'elenco delle modifiche regolamentari (che non richiedono interventi legislativi) è stato già formulato dal *Financial Stability Forum* nel testo³ approvato il 7 aprile scorso. Restano molti altri problemi aperti, sia scientifici sia politici. Per il primo aspetto, è evidente l'importanza di meglio conoscere il formarsi di "Bolle speculative" dei vari tipi⁴, che da anni affliggono i mercati finanziari, in particolare quelli più sviluppati ed efficienti. Dal punto di vista più politico, è chiaro che le misure regolamentari approvate dal *Financial Stability Forum* seppur utili non sono sufficienti. Occorre ancora riflettere sui temi più generali della responsabilità della vigilanza, per competenze (uniche, o specializzate per tipi di intermediari) e per ambiti territoriali (nazionali, internazionali, globali). Ed occorre ancora tornare a riflettere su complementarità o possibili alternative tra stabilità monetaria e finanziaria. Dopo un decennio speso a magnificare l'indipendenza delle banche centrali motivata dall'essere diventate garanti soprattutto della stabilità monetaria, s'è scoperto⁵ che forse anche per questo c'erano sempre più problemi di stabilità finanziaria. Oggi stiamo ancora sistemando le macerie lasciate dalla "bolla *subprime*" e giù vediamo i problemi posti dal gonfiarsi di una nuova bolla, relativa a "food and energy".

¹ E' ancor oggi controverso che si debba, anzi si possa, evitare le "bolle speculative". Vedi F.S. Mishkin, *How Should We Respond to Asset Price Bubbles?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 maggio 2008.

² Vedi M.K. Brunnermeier, *Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch*, "Journal of Economic Perspectives", 2008.

³ Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008.

⁴ Vedi M.K. Brunnermeier, *Bubbles*, in corso di pubblicazione "New Palgrave Dictionary of Economics", 2008. Per i lavori classici sulle Bolle speculative, vedi G. Vaciago-G. Verga (a cura di), *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1995.

⁵ Vedi G. Vaciago, *Tre bolle e un solo rimedio: il dollaro*, "Il Sole 24 Ore", 4 maggio 2008.

1. ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA ♦

La congiuntura internazionale rimane dominata da due fenomeni che stanno scuotendo le principali economie avanzate ed emergenti. Da un lato le perduranti conseguenze deflazionistiche della crisi finanziaria avviata la scorsa estate. Dall'altro la recrudescenza inflazionistica dovuta al forte rincaro del prezzo dei beni alimentari ed energetici che non ha ancora esercitato effetti rilevanti sulle rivendicazioni salariali. Tuttavia, nonostante la compresenza di due contrastanti fattori di crisi, l'economia reale continua a registrare un andamento accettabile, decisamente migliore rispetto a quanto previsto solo alcuni mesi addietro. L'economia USA ha conosciuto un rallentamento, ma appare lontana dall'inizio di una vera e propria fase recessiva. L'Euro-zona ha invece registrato un ritmo di crescita decisamente più solido di quello raggiunto oltre Atlantico, anche se le divergenze cicliche al suo interno stanno assumendo un'intensità davvero notevole. Le economie emergenti continuano il loro processo di rapido sviluppo anche se iniziano a confrontarsi con i costi e i problemi sollevati dal forte rincaro di alimentari e energia. Sul fronte monetario va invece registrata la perdurante divergenza di atteggiamento tra la Fed e BCE. La politica adottata dalla Banca Centrale USA continua ad essere pesantemente condizionata dalla crisi finanziaria e di liquidità innescata dalle difficoltà nel settore di mutui subprime. Al contrario la Banca Centrale Europea si è limitata a immettere liquidità nel sistema senza però ridurre il tasso ufficiale, mantenendo un atteggiamento molto cauto nei confronti del processo inflazionistico.

1. Spettri vecchi e nuovi incubi

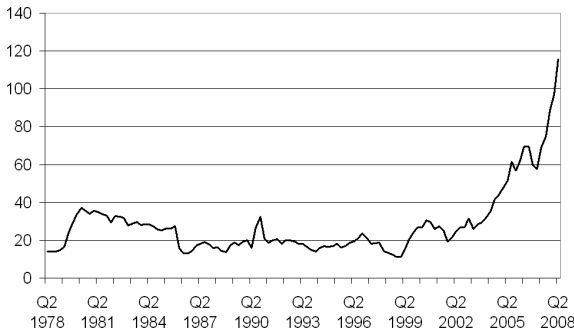
Fino a pochi mesi fa, sullo scenario macroeconomico internazionale incombeva lo spettro della recessione USA. Sebbene largamente attesa, tuttavia, la recessione non si è materializzata nei dati di contabilità nazionale né sul finire del 2007 né in apertura del 2008. L'andamento del PIL trimestrale segnala crescita zero, non recessione. In altri termini, la locomotiva USA si è fermata ma non è arretrata. La zona Euro, d'altro canto, ha registrato nel primo trimestre un solido 3% (circa) – un ritmo più sostenuto di quanto la maggioranza degli analisti si attendeva – e i paesi emergenti hanno continuato a crescere a tassi non molto dissimili dal passato. Sotto il profilo della crescita reale, quindi, il quadro macroeconomico internazionale appare meno preoccupante di un alcuni mesi addietro.

Il problema principale nell'immediato è diventata l'inflazione, che è in fase di crescita ovunque per effetto principalmente dell'impennata dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime. Nella FIG. 1 riportiamo l'andamento del prezzo (spot) di un barile di petrolio Brent negli ultimi trent'anni.

Si distinguono chiaramente il secondo shock petrolifero del 1979-80, il contro shock del 1986-87, il temporaneo picco del 1991 dovuto alla prima guerra nel Golfo e il secondo controshock della fine degli anni '90. Nel corso del nuovo secolo il prezzo nominale del petrolio è risalito. Fino al 2005 tuttavia è rimasto al di sotto dei 40 dollari a barile. Dal 2005 è iniziata un'ascesa inesorabile che ha portato il prezzo a triplicarsi nel giro di un quadriennio.

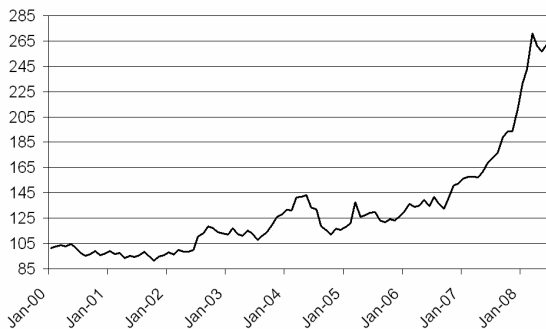
♦ A cura di Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga e in collaborazione con Giovanni Barone.

FIG. 1 Prezzo di un barile di petrolio Brent (1978-2008)



Dallo spettro della recessione USA si è passati quindi a temere l’incubo della stag-flazione mondiale. Per le popolazioni dei paesi in via di sviluppo e sottosviluppati il rischio è molto più concreto e assume le forme della minaccia alla sopravvivenza. Infatti, anche il prezzo delle materie prime alimentari ha subito un’accelerazione, come risulta dal grafico di FIG. 2.

FIG. 2 Prezzo delle materie prime alimentari (indice Economist)



Fonte: EIU.

In questo caso l’indice dei prezzi si impenna, a partire soprattutto dall’autunno del 2006, e raddoppia in meno di due anni. Tra le ragioni di questa accelerazione, come è stato ripetutamente sottolineato, si trovano l’incremento della

domanda di cibo e di mangime per gli animali per effetto della crescita dei consumi (e del cambiamento della dieta) nei paesi emergenti e l’utilizzo di materie prime alimentari per la produzione di bio-carburanti. L’aumento del prezzo del petrolio trascina quindi quello delle materie prime alimentari perché rende conveniente la produzione di carburante da cereali. Non ci soffermiamo su questo punto perché esula dai ragionamenti di tipo più strettamente congiunturale. Notiamo soltanto che il disagio sociale causato dall’aumento dei prezzi delle materie prime alimentari e le rivolte per il cibo scoppiate in diversi paesi sottosviluppati è un elemento di rischio aggiuntivo, di tipo socio-politico, dello scenario macroeconomico mondiale.

Mentre i prezzi del petrolio e degli alimentari accelerano, i prezzi degli immobili crollano, non solo negli USA – i prezzi delle case secondo l’indice Case-Shiller sarebbero diminuiti del 14% tendenziale nel primo trimestre del 2008 dopo aver registrato un calo di circa il 12% nel quarto trimestre del 2007 – ma anche in altri paesi industrializzati come il Regno Unito, la Spagna e l’Irlanda. Si tratta per il momento di un fenomeno geograficamente localizzato, che però si sta diffondendo a macchia di leopardo e potrebbe quindi contagiare nel prossimo futuro paesi che ne sono stati finora immuni, raggiungendo le dimensioni di uno shock aggregato. Sebbene la direzione di marcia del prezzo degli immobili sia opposta a quella dei prezzi del petrolio e degli alimentari, gli effetti sull’attività produttiva vanno nella stessa direzione, ossia imprimono un effetto recessivo all’economia mondiale.

Questa, in estrema sintesi, la fotografia del momento congiunturale attuale. Le informazioni in essa contenute non sono sufficienti per formulare congetture o previsioni robuste. Gli

sviluppi futuri, infatti, sono fortemente incerti sotto il profilo sia dell'attività reale – continuano a manifestarsi infatti segnali di recessione negli USA e il clima di fiducia è sostanzialmente pessimista in Europa – sia dell'inflazione, che per alcuni dovrebbe tornare rapidamente sotto controllo mentre per altri è in fase di scatenamento.

Spinta sullo sfondo dello scenario macroeconomico internazionale dall'emergenza petrolio ma non meno insidiosa, rimane ancora attiva la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*.

L'ultima delle tre fiammate della crisi, quella di marzo si è conclusa con il salvataggio della banca d'investimento *Bear Stearns*¹ (la più piccola delle *Big Five*, ossia delle maggiori banche d'investimento statunitensi) da parte di *JP Morgan Chase*, con la sostanziosa benedizione della *Fed*. Sono in pochi a scommettere che quella di marzo sia l'ultima puntata della crisi. Le difficoltà persistenti delle altre grandi banche di investimento lo testimoniano.

Strette tra l'incudine dell'inflazione e il martello della crisi finanziaria, anche le banche centrali attraversano un momento di incertezza sul da farsi. Le differenze di comportamento tra la banca centrale americana e quella europea sono destinate ad accentuarsi se a prevalere nella graduatoria dei rischi congiunturali sarà la crisi finanziaria, ad attenuarsi se il rischio maggiore continuerà ad essere associato all'inflazione.

Siamo pertanto in un periodo critico per le sorti del ciclo internazionale. Da questo punto in poi, a partire dal secondo semestre del 2008, potremmo assistere ad un assestamento delle tendenze in corso – con un progressivo riassorbimento delle tensioni inflazionistiche ed

una stabilizzazione della crescita internazionale – oppure ad un marcato deterioramento congiunturale caratterizzato da una recrudescenza generalizzata dell'inflazione e da pesanti conseguenze sulla capacità di crescita sia dei paesi industrializzati – in special modo degli anelli deboli come l'Italia e, per motivi diversi, la Spagna – sia dei paesi emergenti e in via di sviluppo. Le previsioni in circolazione, a cominciare da quelle del FMI presentate nel *World Economic Outlook* di Aprile sposano sostanzialmente il primo scenario ma sembrano a volte sottovalutare il *downside risk* del quadro macroeconomico attuale.

L'espansione internazionale prosegue ma è a rischio ...

Nella TAB. 1 presentiamo il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL nei principali paesi industrializzati nel quarto trimestre del 2007 e nel primo trimestre del 2008.

La tabella mette in luce il difficile momento congiunturale degli USA – che si trova in una situazione di semi-stagnazione fin dall'ultimo trimestre del 2007 – ma anche la solida crescita europea, sebbene il quadro sia molto variegato all'interno dell'area Euro.

TAB. 1 Tassi di crescita del PIL nei principali paesi industrializzati (variazione congiunturale su base annua)

	IV-07	I-08
Stati Uniti	0.6	0.9
Giappone	3.6	4.0
UK	2.4	1.6
Area Euro	1.6	3.2
Francia	1.2	2.6
Germania	1.2	6.1
Italia	-1.6	1.9

¹ Per un'analisi della risoluzione della crisi *Bear Stearns* si rimanda alla seconda parte del capitolo.

E' ancora molto positiva la performance dei paesi emergenti, sia in Europa orientale che in Asia e America Latina. Considerando il cosiddetto gruppo BRIC, si registra un tasso di crescita tendenziale del PIL nel primo trimestre del 2008 superiore al 10% in Cina e vicino al 9% in India. L'economia brasiliana è cresciuta di quasi il 6% mentre quella russa ha raggiunto l'8%. Da questi dati emerge chiaramente che, sebbene le condizioni macroeconomiche dei singoli paesi siano molto diverse, la semi-stagnazione americana non ha avuto ripercussioni significative sulla performance complessiva dei paesi emergenti.

Ciò vale per i paesi prevalentemente trasformativi (come la Cina, l'India, i paesi del sud-est asiatico) e a maggior ragione per i paesi produttori di petrolio e materie prime (come i paesi arabi e la Russia) che possono contare ovviamente su un aumento rilevante degli introiti da vendita sui mercati internazionali delle loro materie prime.

Le accresciute disponibilità di fondi delle autorità monetarie dei paesi emergenti hanno nutrito un flusso capitali in uscita destinati ai paesi industrializzati attraverso i fondi sovrani che ha consentito loro di intervenire a sostegno di istituzioni finanziarie residenti nei paesi avanzati colpite dalla crisi e a corto di mezzi patrimoniali per via di consistenti *write-offs*.

Il quadro macroeconomico internazionale, considerato sotto il profilo della crescita, è quindi meno preoccupante di alcuni mesi fa. Il tasso di crescita del PIL mondiale, sebbene in fase di flessione è ancora positivo e sfiora il 4% secondo le stime del FMI, mentre rimane superiore al 4% secondo le stime dell'Economist.

In un precedente numero di OM abbiamo richiamato l'attenzione sul concetto di *decoupling* ossia di divaricazione tra gli

andamenti delle grandezze macroeconomiche in due paesi. In un mondo globalizzato ed integrato, in cui i tassi di cambio spesso non riescono ad avere il ruolo di meccanismi di isolamento dagli shock esterni (che i libri di testo attribuiscono loro) il *decoupling* è un fenomeno generalmente temporaneo. Ciò di cui attualmente si discute intensamente riguarda la realizzazione o meno del *decoupling* tra i *tassi di crescita* di USA e resto del mondo, che secondo alcuni sarebbe necessaria per evitare un avvittamento verso il basso dell'economia internazionale nell'eventualità di una recessione negli USA. Preso atto che la recessione USA almeno per il momento non c'è, possiamo ovviamente affermare che esiste una non trascurabile divaricazione tra la crescita degli USA e quella del resto del mondo. Possiamo anzi dire che c'è un *decoupling* (tra USA ed Europa) nel *decoupling* (tra paesi già industrializzati e paesi emergenti). La divaricazione tra USA ed Europa, tuttavia, è molto meno rilevante di quella che separa i paesi avanzati da quelli emergenti.

Quest'ultima, in realtà, c'era anche prima del difficile momento congiunturale che gli USA stanno vivendo poiché i paesi emergenti – nel pieno di un processo strutturale di *catching up* rispetto ai paesi avanzati – crescono fisiologicamente molto più rapidamente di questi ultimi. Possiamo però dire che la divaricazione si è ampliata perché mentre negli USA la crescita si è sostanzialmente arrestata, nei paesi emergenti essa prosegue a tassi non troppo dissimili da quelli sperimentati finora. C'è *momentum* anche nella crescita.

...di stag-flazione

Il problema principale nell'immediato è diventata la recrudescenza dell'inflazione, che è

in fase di crescita praticamente ovunque per effetto principalmente dell'accelerazione dei prezzi del petrolio e delle materie prime alimentari.

Molte previsioni sul 2008 danno il petrolio in media d'anno a circa 100 dollari al barile, con un incremento rispetto alla media del 2007 di poco inferiore al 50% (si ricorda che il prezzo ha sfiorato recentemente 140\$ al barile). Se queste previsioni risultassero confermate, si tratterebbe dell'incremento medio annuo più rilevante degli ultimi tre anni.

La dinamica del prezzo delle materie prime agro-alimentari non aveva manifestato finora una vivacità simile. Gli incrementi erano stati piuttosto contenuti. L'impennata recente risulta quindi un elemento di novità preoccupante.

La dinamica dei prezzi delle materie prime ha impresso un'accelerazione non trascurabile ai costi di produzione nei paesi utilizzatori che si è riverberata in ultima analisi sui prezzi dei prodotti finiti.

Negli USA l'inflazione viaggia attorno al 4%, in Europa oltre il 3% e si è verificata una non trascurabile accelerazione dei prezzi anche nei paesi emergenti come risulta dalla TAB. 2 che mette a confronto il dato più recente relativo al tasso di crescita tendenziale dei prezzi al consumo (aprile o maggio a seconda dei paesi) – riportato nella prima colonna – e quello registrato un anno addietro nello stesso mese.

Sia negli USA che nell'area Euro l'inflazione ha subito un incremento approssimativamente di un punto e mezzo tra la primavera del 2007 e quella del 2008 e attualmente viaggia di poco sotto il 4%. Alcuni paesi come la Francia, l'Italia e la Spagna, tuttavia, hanno registrato incrementi del tasso di inflazione di oltre due punti percentuali nel corso di un anno. Nei paesi emergenti l'accelerazione dei prezzi è ancora più

accentuata, specialmente in Cina (oltre 5 punti percentuali) e Russia (oltre 7 punti).

TAB. 2 Inflazione nei principali paesi industrializzati ed emergenti (tassi di variazione tendenziale)

	Aprile 2008	Aprile 2007
Stati Uniti	3.9	2.6
Giappone	0.8	0.0
UK	3.0	2.8
Area Euro	3.6*	1.9*
Francia	3.3*	1.1*
Germania	3.0*	2.1*
Italia	3.6*	1.5*
Spagna	4.6*	2.3*
Brasile	5.0	3.0
Russia	15.1*	7.8*
India	7.8	6.7
Cina	8.5	3.0

Note: un asterisco indica che il dato è riferito a maggio.

Il fenomeno sottostante l'accelerazione dei prezzi al consumo, ossia l'aumento dei prezzi del petrolio e delle materie prime, era presente da tempo e sembrava essere stato metabolizzato dalle economie sia avanzate che in via di sviluppo. Ma negli ultimi tre trimestri l'inflazione è aumentata rapidamente, creando molta incertezza sulla capacità delle economie di adattarsi alla spinta inflazionistica da costi delle materie prime.

Il rischio è quello di una stag-flazione su scala mondiale – l'effetto da manuale di uno shock da offerta come quello petrolifero – naturalmente più accentuata nei paesi o nelle aree geoeconomiche caratterizzate da una più rilevante dipendenza dal petrolio e da un minor tasso di crescita della produttività. Se poi dovesse venir meno la moderazione salariale che ha caratterizzato finora lo scenario macroeconomico a livello mondiale, anche e

soprattutto per effetto del tentativo da parte dei lavoratori di proteggere i salari dalla perdita di potere d'acquisto dovuta alla recrudescenza dell'inflazione, si potrebbe mettere in moto una classica spirale prezzi-salari. Per il momento non se ne vedono i sintomi ma il nuovo quadro dell'inflazione rende del tutto probabile uno scenario simile. Se dovesse ripartire la spirale prezzi-salari-prezzi il rischio di stag-flazione diventerebbe ancora più concreto.

I dilemmi della politica economica

In questo contesto rischia di ripresentarsi di fronte alle autorità di politica economica in modo drammatico il classico *trade-off* tra inflazione e disoccupazione.

Da settembre 2007 la Federal Reserve ha tagliato ripetutamente il tasso sui *Fed Funds*, portandolo al 2% a fine aprile con una riduzione di oltre 3 punti in poco più di sei mesi. La BCE al contrario ha mantenuto fermo il timone: il tasso di intervento è tuttora inchiodato al 4%, lo stesso tasso vigente a settembre 2007.

La divaricazione dell'impostazione di politica monetaria tra le due sponde dell'Atlantico riflette da un lato una diversa condizione ciclica, dall'altra un modo diverso di intendere le priorità di politica monetaria.

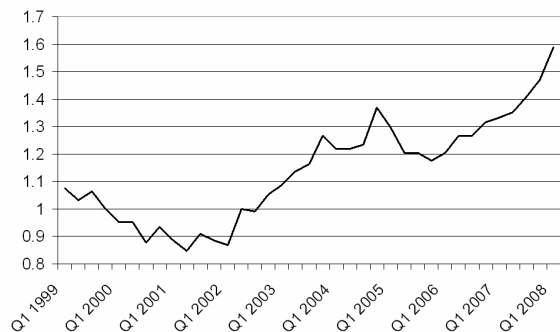
Con riferimento alla condizione ciclica, negli USA il rischio recessione era – ed è tuttora – concreto, in Europa è molto meno sentito, almeno per la maggioranza dei paesi. La pressione sulle autorità monetarie perché procedano ad una riduzione dei tassi di interesse per stimolare la crescita – che proviene non solo dalle organizzazioni sociali e dai gruppi di pressione solitamente schierati su questo fronte ma anche da autorevoli fonti politiche come la Presidenza della Repubblica francese – è quindi più facilmente arginabile in Europa.

Per quanto riguarda gli obiettivi di politica monetaria, è del tutto evidente che nell'ultimo anno l'azione della Fed è stata improntata alla necessità di stabilizzare i mercati finanziari e di evitare una crisi bancaria in grande stile. In Europa, invece, la BCE ha perseguito coerentemente il suo obiettivo di stabilità monetaria, anche perché la crisi finanziaria è stata – almeno finora – meno virulenta che negli USA. Agli occhi di alcuni commentatori l'atteggiamento della Fed è apparso confuso ed ondivago. L'impressione di chi scrive è invece che la Fed si sia data obiettivi di breve periodo e una strategia per raggiungerli molto diversi da quelli adottati in “*normal times*” – ossia quando il sistema non è flagellato da una crisi finanziaria – come abbiamo mostrato nel precedente numero di OM.

Sia come sia, si è aperta una evidente divaricazione di *policy stance* monetaria tra USA ed Eurozona. Il *decoupling* dei tassi di interesse ha certamente favorito il deprezzamento del dollaro nell'ultimo anno. Il tasso di cambio ha raggiunto 1,60 dollari per euro – un livello quasi doppio del minimo relativo toccato nel secondo e terzo trimestre del 2001, come si può notare dalla FIG. 3 – e non sembra destinato a rientrare nel brevissimo periodo. Fino ad oggi, tutto sommato, tale deprezzamento ha fatto comodo agli USA, consentendo agli esportatori americani di recuperare margini di competitività di prezzo e quindi di correggere almeno in parte il deficit di parte corrente che a fine 2007 si collocava attorno al 5% del PIL statunitense dopo aver sfiorato in tempi non remoti il 7%.

Tuttavia, l'accelerazione del prezzo del petrolio e il suo riverbero sul tasso di inflazione modificano il quadro in modo sostanziale, in particolare per gli USA.

FIG. 3 Tasso di cambio dollaro euro



Fino a quando l’inflazione era sostanzialmente sotto controllo, infatti, la Fed poteva impegnarsi quasi esclusivamente alla prevenzione di un allargamento a macchia d’olio della crisi finanziaria. L’impegno profuso in questa direzione, infatti, nella misura in cui ha successo, costituisce una rete di sicurezza anche per la crescita, ossia limita l’impatto recessivo della crisi. Ma il tasso di inflazione ha ormai raggiunto livelli preoccupanti. Il combinato disposto di uno shock da offerta sui costi di produzione e di una politica monetaria accomodante rischia di far deragliare il processo inflazionistico. In questo quadro riprendono vigore e trovano alla fine ascolto le voci finora minoritarie che – anche all’interno del *board* della Fed – hanno criticato come troppo espansiva la politica monetaria corrente. Lo stesso Bernanke, nelle ultime dichiarazioni, ha preso atto dell’accresciuto rischio inflazionistico. Il processo di riduzione – a tratti decisa e repentina – dei tassi di intervento negli USA sembra quindi giunto alle battute finali. Si profila anzi una graduale inversione di tendenza a medio termine. Il *trade-off* tra inflazione e disoccupazione torna quindi prepotentemente al centro della strategia delle autorità monetarie dopo essere stato sostanzialmente accantonato per circa un anno.

Sotto questo profilo, la BCE si trova invece in condizione di non dover modificare

sostanzialmente l’impostazione finora perseguita. Tutt’al più si tratterà di riprendere il cammino di graduale incremento dei tassi di intervento seguito fino allo scoppio della crisi nell’estate del 2007 e da quel momento interrotto per arginare gli effetti della crisi stessa. Trichet ha già fatto intendere che il tasso *refi* potrebbe aumentare di 25 p.b. in luglio.

Se l’inflazione crescente dovesse indurre di nuovo le autorità monetarie a convergere nel governo dei tassi, il *decoupling* dei tassi di interesse si attenuerebbe e ne uscirebbe tendenzialmente rafforzato il dollaro. Il processo di riaggiustamento delle partite correnti negli USA subirebbe quindi una battuta d’arresto.

Come reagiranno le autorità al rischio inflazionistico nei paesi emergenti? Esse potrebbero essere indotte a non porre un freno immediato all’accelerazione dei prezzi per non ostacolare la crescita. Quindi mentre il rischio di stag-flazione è alto per gli industrializzati – ma con un tasso di inflazione limitato dall’intervento delle autorità monetarie – per gli emergenti c’è il rischio di un surriscaldamento congiunturale.

2. USA: la recessione (ancora) non c’è

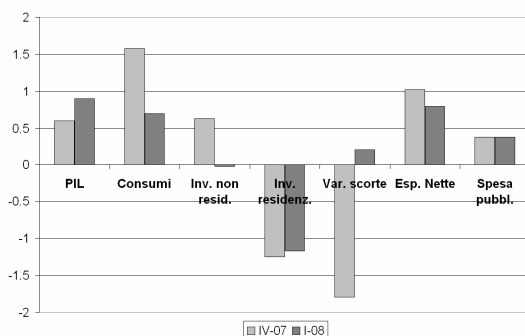
Fino a pochi mesi fa, sullo scenario macroeconomico internazionale incombeva lo spettro della recessione USA. Data praticamente per certa, tuttavia, la recessione non è apparsa – almeno finora – nei dati di contabilità nazionale. La prima stima (*advance estimate*) – resa pubblica in aprile – del tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL negli USA nel I ‘08 era positiva per una frazione di punto percentuale (0,6%). La seconda stima (*preliminary estimate*) – resa pubblica a fine maggio – ha confermato il segno della prima ed ha leggermente corretto verso l’alto la cifra

iniziale (0,9%). Ci sembra improbabile che la terza e definitiva stima, che verrà resa pubblica solo a fine giugno possa modificare radicalmente il quadro.

Si tratta pur sempre di una *frazione* di punto, relativa per giunta a un dato congiunturale *annualizzato*. Tutto considerato si può ragionevolmente affermare che nel IV '07 e nel I '08 la crescita negli USA si è arrestata ma non è arretrata. Si tratta di *stagnazione*, non di recessione.

Quali sono le fonti della stagnazione e per quali motivi non si è verificata la recessione? Per capire cosa è successo in apertura dell'anno in corso, nella FIG. 4 viene presentato un confronto tra la composizione del tasso di crescita trimestrale del PIL nel IV '07 e nel I '08 per *contributi alla crescita* delle diverse componenti della domanda aggregata.

FIG. 4 USA: contributi alla crescita del PIL



Il contributo alla crescita degli investimenti residenziali è stato pesantemente negativo in entrambi i trimestri e per valori simili (-1,25% nel IV '07 contro -1,20% nel I '08).

La contrazione drammatica dell'investimento residenziale (-25,5% su base congiunturale annualizzata) non è però una novità. E' dal I '06 che i tassi di variazione dell'investimento residenziale sono negativi. Negli ultimi tre

trimestri i decrementi sono stati superiori al 20%.

Nei due trimestri il contributo alla crescita della spesa pubblica è stato positivo e per valori non dissimili (0.38 punti percentuali).

Le due citate componenti della domanda aggregata danno contributi simili nei due trimestri considerati. La composizione cambia, quindi, nel I-08 con riferimento ai seguenti fattori:

- *investimenti non residenziali*: diventa (moderatamente) negativo il contributo degli investimenti non residenziali, che era ancora positivo nel IV-07;
- *consumi delle famiglie*: si riduce di un punto circa – rispetto al IV-07 – il contributo positivo dei consumi;
- *esportazioni nette*: come nel caso dei consumi, il contributo positivo delle esportazioni nette si riduce ma solo di 0.3 punti percentuali;
- *investimenti in scorte*: diventa positivo il loro contributo.

Si nota subito che tre fattori sui quattro elencati precedentemente puntano alla recessione. Si affievolisce infatti il contributo alla crescita dei consumi delle famiglie, degli investimenti non residenziali e delle esportazioni nette.

Il quarto fattore invece, sostiene la dinamica del PIL. E' impressionante la differenza (circa due punti percentuali) tra il contributo delle scorte, nel IV '07 (che è fortemente negativo) e quello (moderatamente positivo) nel I '08. Il disinvestimento in scorte ha abbattuto il tasso di crescita del PIL nello scorcio finale del 2007 mentre l'accumulazione di scorte lo ha sostenuto in apertura del 2008.

La variazione delle scorte, come è noto, rappresenta una quota molto piccola del PIL ma la sua volatilità è fortissima e può essere determinante nella spiegazione della *dinamica*

del PIL stesso. Inoltre la sua stima è spesso afflitta da errori di misurazione. Se ignoriamo la variazione delle scorte, ossia se calcoliamo il PIL come se essa non ci fosse stata, giungiamo alla conclusione che il PIL sarebbe aumentato dell'1,8% nel IV '07 e dello 0,7% nel I '08.² Anche in questo caso non ci sarebbe stata recessione ma il quadro si sarebbe presentato molto diverso. Infatti la crescita si sarebbe fermata nel I '08 e non nel IV '07.

Se prendiamo per attendibile la stima della variazione delle scorte, peraltro, ci troviamo di fronte ad un dilemma. Il contributo positivo delle scorte nel I '08 potrebbe essere dovuto ad un accumulo *involontario* di scorte di prodotti finiti, un sintomo di insufficienza della domanda finale. Rimarrebbe da spiegare il decumulo di scorte nel IV '07. E' difficile immaginare che essa sia dovuta ad un aumento improvviso e quindi inatteso di domanda. E' più probabile che le imprese abbiano rallentato la produzione prevedendo la futura flessione della domanda e abbiano lasciato che la domanda finale esistente venisse soddisfatta dalle scorte. Il decumulo del IV '07 dovrebbe quindi essere *volontario*.

Siamo ovviamente nel campo delle congetture. Quella appena presentata è logicamente coerente con un quadro macroeconomico prossimo alla recessione, ossia uno scenario largamente atteso e corroborato dall'evidenza empirica sul mercato del lavoro statunitense. La riduzione di 50mila posti di lavoro in maggio resa pubblica dal Labor Department costituisce il quinto calo mensile consecutivo di occupazione. Il tasso di disoccupazione in maggio è schizzato al 5,5% contro il 5% in aprile. Si tratta di un incremento di assoluto rilievo che ha creato molta preoccupazione.

La congettura opposta, secondo la quale è involontario il decumulo del IV '07 e volontario l'accumulo del I '08, sarebbe coerente con uno scenario prossimo ad una ripresa, il che sembra allo stato dei fatti molto meno probabile.

Al di là delle interpretazioni degli andamenti di brevissimo periodo, il confronto precedente mette in luce gli elementi nuovi e preoccupanti del quadro macroeconomico statunitense che sono la contrazione degli investimenti non residenziali e soprattutto la decelerazione della domanda delle famiglie.

Sono in fase di flessione gli indicatori di fiducia delle famiglie. In maggio il *Consumer Confidence Index* del *Conference Board* è crollato a un minimo (57.2) che non toccava da 16 anni. Si tratta del quinto declino mensile consecutivo, che potrebbe essere ricondotto al combinato disposto della crisi finanziaria e dell'impennata dei prezzi.

La componente dei consumi che sta decelerando in modo più rilevante e vistoso è quella dei beni durevoli (-6,2% nel I '08 contro +2% nel IV '07) – e in particolare degli autoveicoli – ma anche i consumi di beni non durevoli stanno rallentando. Probabili fattori di ripiegamento dei consumi durevoli sono l'effetto del rincaro dei prezzi del carburante e la restrizione delle condizioni di credito al consumo.

Più in generale, è probabilmente in corso una decelerazione del reddito disponibile. Rallenta infatti l'occupazione e quindi a parità di altre condizioni la massa salariale. Inoltre l'aumento del tasso di inflazione induce una contrazione del reddito reale. A parità di propensione al consumo, il livello del consumo reale decelererebbe nella stessa misura. La propensione al consumo, tuttavia, in queste condizioni di accresciuta incertezza potrebbe essere diminuita. Tutti questi elementi concorrono ad associare il rallentamento dei

² Il PIL al netto delle scorte misura la domanda finale interna.

consumi almeno in parte alla dinamica del reddito disponibile.

A questo fattore potrebbe affiancarsi un effetto ricchezza negativo. Finora si era verificata una compensazione tra due effetti ricchezza di segno opposto: a quello negativo dovuto al crollo dei prezzi degli immobili si contrapponeva quello positivo dovuto all'andamento del mercato azionario.

Ma di recente si è verificato un andamento parallelo dei prezzi azionari e dei prezzi degli immobili per cui tale compensazione si è interrotta. La significativa correzione verso il basso dei mercati azionari riflette principalmente l'incertezza sulla profittabilità del settore finanziario. Sono i titoli del settore *financial* a fare da zavorra alle quotazioni. Fatto 100 il valore dell'indice *MSCI world* dei titoli non finanziari al 1° gennaio 2007, tale indice era giunto a 110 circa nell'ottobre del 2007 ed è sceso a 100 nell'aprile del 2008. L'indice dei titoli *financial* era invece pari a 100 nell'ottobre del 2007 ed è sceso a 80 nell'aprile del 2008.

Quest'ultima considerazione ci riporta al *fallout* della crisi finanziaria. La registrazione di perdite da parte delle banche esposte ai titoli *subprime* implica infatti una minor valutazione di mercato dei titoli degli intermediari finanziari, una minor ricchezza finanziaria delle famiglie che questi titoli hanno in portafoglio e pertanto una minor domanda di beni di consumo via effetto ricchezza.

Naturalmente nella misura in cui la stagnazione – o forse la recessione se ci sarà – si riflette sulla profittabilità del settore industriale, è lecito attendersi un indebolimento di tipo fondamentale anche delle quotazioni di mercato delle imprese degli altri comparti.

Se guardiamo alla composizione del PIL per branca produttiva, possiamo osservare che il motivo principale dell'arresto della crescita – e

della recessione se quest'ultima si manifesterà nel prossimo futuro – non è solo la crisi del settore immobiliare e del suo indotto – comprensivo della finanza collegata, ossia la cosiddetta *housing finance* – ma anche quella del comparto automobilistico.

L'estensione e la profondità della crisi nel comparto immobiliare emerge vividamente dal rapporto trimestrale pubblicato in giugno dalla *Mortgage Bankers Association* secondo il quale oltre il 6% dei mutuatari è moroso, la percentuale più alta dal 1979, anno in cui l'associazione ha cominciato la sua attività di monitoraggio. Nel I '08 inoltre più di un terzo delle nuove interruzioni del contratto di mutuo per *default (foreclosures)* sono avvenute su mutui di primaria qualità (ma a tassi variabili).

Le difficoltà e la contrazione dell'attività produttiva del settore automobilistico – le vendite di automobili sono diminuite di oltre il 10% in maggio – sono invece il frutto della maggior cautela nel consumo da parte delle famiglie americane alle prese con la crisi finanziaria e dell'aumento del prezzo del carburante legato alla crisi energetica.

Se si calcola la dinamica del PIL al netto dei comparti immobiliare ed automobilistico, si ottengono tassi di crescita compresi tra il 3 e il 4% ossia in linea con la dinamica precedente la crisi finanziaria.

La crisi produttiva non si è ancora estesa dalla finanza collegata all'immobiliare al sistema finanziario in senso lato. Ma non si possono escludere ripercussioni di questo tipo nel prossimo futuro. Per il momento la crisi delle grandi banche di investimento è una crisi patrimoniale, non occupazionale.

Quali saranno gli sviluppi futuri? Il quesito è di grande rilievo ma la risposta non è agevole. Da questo punto di vista riveste enorme importanza l'evoluzione della crisi finanziaria. E' riuscita la

Fed a bloccare la deriva dei mercati finanziari? Se sì, il rischio di recessione profonda e prolungata è modesto.

Per alcuni, il peggio ormai è dietro le spalle. Le fibrillazioni sul mercato interbancario si sono in effetti attenuate, anche e soprattutto grazie alla politica monetaria della Fed. Come abbiamo sottolineato nel precedente numero di OM è cambiato l'approccio della Fed alla gestione della politica monetaria, che è diventato più tempestivo ed aggressivo. Grazie alla riduzione pilotata dei tassi nominali a breve, i tassi reali a breve sono già negativi. I tassi nominali a lunga – ad esempio con scadenza a 10 anni – che avevano toccato un picco di oltre il 5% a metà del 2007 hanno preso a scendere e oggi viaggiano al di sotto del 4%. I tassi reali a lunga quindi sono quasi azzerati. Tutto ciò potrebbe non essere sufficiente, in presenza di una crisi di fiducia generalizzata, a rilanciare l'economia.

Ma è cambiato anche il *modus operandi* della Fed, che ha introdotto nuovi strumenti di intervento nei confronti delle banche.³

Last but not least, è cambiato il rapporto della Fed con il sistema finanziario, segnalato dalla vicenda *Morgan Chase-Bear Stearns*. A segnalare la novità è la natura dell'intermediario oggetto del salvataggio: una grande banca d'investimento. Fino ad ora ad essere oggetto di un *bail-out* erano le banche commerciali, le grandi *depository institutions*.

Sembra quindi inaugurata un'era in cui le banche centrali staranno molto attente alle variegate sfaccettature del sistema finanziario – il cosiddetto *shadow banking system* – e non tralascieranno il ruolo sistemico delle crisi di liquidità anche degli intermediari *non depository*.

Bear Stearns era l'ultima in ordine di importanza ma non era certo l'unica delle grandi banche d'investimento americane in sofferenza. Basta ricordare i problemi di *Merrill Lynch*, *Citigroup* e più recentemente – ma anche in modo più rilevante – *Lehman Brothers*. L'operazione *Morgan Chase-Bear Stearns* costituisce allo stesso tempo un segnale al sistema finanziario e un precedente. La dottrina del “too big to fail” che si applicava finora soltanto alle istituzioni di deposito viene estesa alle banche di investimento. Ne consegue che ben difficilmente assisteremo a una crisi bancaria costituita da una serie di fallimenti bancari rilevanti. Avremo piuttosto dei salvataggi, messi in piedi da privati o da cordate di privati – come accadde a LTCM – che invece di fare affidamento sul pubblico denaro saranno sostanziosamente garantiti dalla Banca Centrale. Laddove mancano i fondi di privati vengono in soccorso i fondi sovrani. La situazione quindi è molto diversa da quella di *Northern Rock* che è stata di fatto nazionalizzata.

Il fallimento di una banca comporta per definizione la contrazione del credito. Anche quando la banca non fallisce, tuttavia, si possono avere effetti di riduzione del credito messo a disposizione dell'economia. Le perdite su titoli in portafoglio infatti – il cui ammontare viene continuamente rivisto verso l'alto (adesso si parla di mille miliardi di dollari) – comportano necessariamente una parallela contrazione del credito offerto.

In Aprile la Fed ha reso noto che il 55% dei banchieri intervistati ha dichiarato di aver reso più restrittivi gli standard per la concessione del credito contro il 30% di gennaio. Inoltre la maggior avversione al rischio di famiglie, imprese implica una minor domanda di credito. Non vale la pena di introdurre una precisa tassonomia in questa sede nel tentativo di

³ Rinviamo di nuovo al precedente numero di OM per i dettagli.

distinguere tra *credit squeeze*, *credit crunch* e *credit rationing*.

Il dato solido è che il mercato del credito non si espande più rapidamente e in alcuni segmenti si contrae con effetti di contenimento dell'attività produttiva.

3. L'andamento del ciclo nell'Eurozona

Nel primo trimestre del 2008, nell'Eurozona il PIL è aumentato del 3,2% (su base congiunturale annualizzata). Si tratta di un dato per certi versi confortante, dal momento che molti commentatori erano piuttosto pessimisti sulla tenuta della crescita in Europa a fronte della probabile recessione negli USA.

La crescita in Europa è stata più vivace del previsto in primo luogo perché non c'è stata la recessione negli USA, con gli effetti a cascata sul resto del mondo che molti si attendevano. Ma, a parte il fatto che la recessione USA potrebbe sempre materializzarsi nei prossimi trimestri, rimangono attivi elementi di rischio macroeconomico che inducono a non essere troppo ottimisti per il prossimo futuro, a cominciare dagli effetti dello shock petrolifero. La dinamica del primo trimestre quindi potrebbe essere ridimensionata nel prossimo futuro.

La performance macroeconomica inoltre è molto eterogenea da paese a paese. La prevista (ma forse sarebbe meglio dire: l'auspicata) sincronizzazione dei cicli dei paesi partecipanti alla Unione Monetaria non è ancora avvenuta. Cresce in modo robusto e in qualche misura al di là delle aspettative la Germania (6,1% su base congiunturale annua). Soddisfacente ma certo non eccezionale la performance della Francia (2,6%). I fanalini di coda sono l'Olanda e la Spagna (1%). L'Italia ha subito una decelerazione nella seconda metà del 2007 e una contrazione dell'attività produttiva nel quarto

trimestre del 2007 alla quale è seguito un modesto rimbalzo nel primo trimestre del 2008.

La crescita di medio periodo rimane soggetta all'alea che già conosciamo: gli effetti della crisi finanziaria, che in Europa è stata meno devastante rispetto agli USA ma pur sempre importante, il ridimensionamento della dinamica dei prezzi azionari, lo shock da offerta rappresentato dall'incremento dei prezzi del petrolio, l'apprezzamento dell'euro. Si spiega quindi perché gli indicatori di fiducia delle imprese siano un po' ovunque in calo in Europa. Famiglie e imprese stanno probabilmente sentendo il morso del *credit crunch* come in USA ma in misura differenziata da paese a paese.

Per le imprese esportatrici, il calo di fiducia è dovuto al ridotto assorbimento del principale mercato di sbocco, ossia gli USA, sia per la stagnazione dell'attività in America, sia per l'apprezzamento dell'euro.

Ma anche le imprese che producono per il mercato interno soffrono per la stagnazione o la contrazione dei consumi e degli investimenti, specialmente quelli residenziali e specialmente in alcuni paesi come Irlanda e Spagna.

Ci sono due elementi che stanno penalizzando i consumi europei: l'aumento dell'inflazione – che colpisce il reddito disponibile delle famiglie – e l'andamento riflessivo degli indici di Borsa – che crea un effetto ricchezza negativo.

Questi due fattori accomunano l'area Euro agli USA, il cui quadro macroeconomico soffre delle stesse difficoltà. A differenziare radicalmente la situazione tra le due sponde dell'Atlantico, sotto il profilo delle determinanti dei consumi, è la dinamica dell'occupazione. Mentre negli USA essa è in calo e il tasso di disoccupazione sta aumentando, anche più rapidamente del previsto, in Europa il mercato del lavoro è ancora in grado di assorbire la disoccupazione. La dinamica

della massa salariale, ossia della componente più rilevante del reddito disponibile, è quindi positiva in Europa.

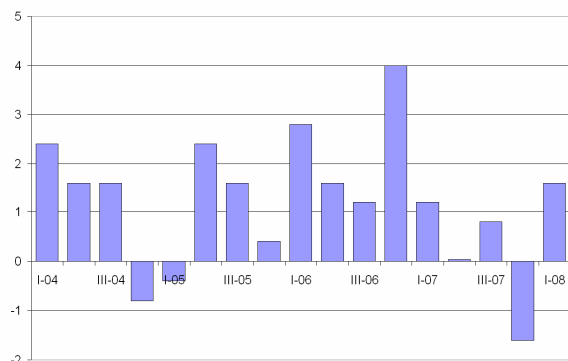
Frenata e rimbalzo in Italia

Per quanto riguarda il nostro paese, la serie del PIL trimestrale è stata di recente rivista dall'ISTAT. Secondo i dati resi pubblici il PIL ha conosciuto una contrazione dello 0,4% congiunturale nel quarto trimestre del 2007 a cui ha fatto seguito un incremento dello stesso ammontare nel primo trimestre del 2008. Nella FIG. 5 vengono riportati i tassi di crescita congiunturali *annualizzati* del PIL negli ultimi 4 anni.

Quali sono le ragioni della contrazione del 2007? I consumi finali, la domanda estera netta e la variazione delle scorte hanno dato tutti un contributo negativo alla crescita del PIL, compensato solo in parte dal contributo positivo della spesa in beni di investimento.

La frenata sembra provenire dall'industria manifatturiera. E' la produzione industriale infatti a dare segni di cedimento. Ma questa volta le difficoltà sembrano accomunare sia le imprese esportatrici, sia quelle che producono per il mercato interno.

FIG. 5 Italia: crescita del PIL (tassi di variazione congiunturale annualizzati)



In accelerazione i prezzi. Il tasso di inflazione ha toccato il 3,6% a maggio contro il 3,3% in aprile, il livello più alto dall'agosto del 1996. Il prezzo della benzina è aumentato dell' 11% circa e quello del gasolio di oltre il 26%. Quello della pasta di oltre il 20% e quello del pane del 13% circa. Si tratta di voci di spesa non irrilevanti nella composizione del paniere dei beni e servizi acquistati dalle famiglie. Ovviamente, nonostante l'elasticità della domanda sia modesta, è chiaro che questi tassi di incremento dei prezzi hanno e avranno anche in futuro conseguenze importanti sulle abitudini di spesa delle famiglie.

4. Le previsioni per il 2008-2009

Quali previsioni quindi si possono ragionevolmente fare per l'anno in corso e quali prospettive si aprono per il 2009? Come si è detto precedentemente c'è forte incertezza e questa incertezza induce a non confidare troppo sulle previsioni in circolazione.

In primo luogo non è chiaro se la recessione si manifesterà compiutamente negli USA o se l'economia americana sperimenterà per qualche trimestre semplicemente una decelerazione cospicua, nel segno di autorità monetarie che si barcamenano tra i rischi contrapposti di una fiammata inflazionistica e di una gelata recessiva.

Abbiamo in verità fondati motivi per ritenere ancora probabile una contrazione del PIL, ma è anche probabile che in media d'anno essa non incida particolarmente e quindi il 2008 dovrebbe essere di crescita zero. Cosa succederà nel 2009? Potrebbe esserci un modesto rimbalzo a partire dalla fine del 2008, anche per effetto del pacchetto di stimolo fiscale per 100 miliardi di dollari che avrà luogo in estate. Ma ancora una volta, non ci si dovrebbe discostare molto dalla

crescita zero in media d'anno anche nel 2009. Le previsioni del *World Economic Outlook* del FMI rese pubbliche in aprile – e riportate nella TAB. 3 – accolgono questo scenario.

Più in generale e al di là delle oscillazioni di breve periodo, occorre chiedersi se la correzione in corso del *leverage* eccessivo accumulato negli scorsi anni e il *repricing* delle attività non abbia la conseguenza di ridurre stabilmente nel prossimo futuro la liquidità in termini reali e non comporti – congiuntamente alla decelerazione della dinamica demografica, alla minor propensione ad investire e ad un probabile ridimensionamento del tasso di innovazione – una riduzione del tasso di crescita di medio periodo dell'economia statunitense dal 3% registrato fino allo scoppio della crisi al 2% circa. In questa prospettiva, l'economia americana tornerebbe su un sentiero di crescita prossimo a quello considerato potenziale per l'economia europea.

TAB. 3 Crescita del PIL (tassi di variazioni medi annui)

	2006	2007	2008	2009
Mondo	5.0	4.9	3.7	3.8
Avanzati	3.0	2.7	1.3	1.3
USA	2.9	2.2	0.5	0.6
Area Euro	2.8	2.6	1.4	1.2
Germania	2.9	2.5	1.4	1.0
Francia	2.0	1.9	1.4	1.2
Italia	1.8	1.5	0.3	0.3
Emergenti	7.8	7.9	6.7	6.6
Brasile	3.8	5.4	4.8	3.7
Russia	7.4	8.1	6.8	6.3
India	9.7	9.2	7.9	8.0
Cina	11.1	11.4	9.3	9.5

Fonte: *World Economic Outlook*, aprile 2008

Il *fallout* della stagnazione negli USA si vede globalmente nella decelerazione del PIL

mondiale, che passa da un tasso di espansione prossimo al 5% nel corso del 2007 ad uno inferiore al 4% nel 2008. L'espansione nell'area Euro – secondo il FMI e nell'opinione di consenso – sarà invece per un paio d'anni decisamente al di sotto (quasi la metà) del potenziale. Recentemente il Fondo ha rivisto leggermente verso l'alto le previsioni dell'area euro sia per il 2008 che per il 2009. Francia e Germania avrebbero *performances* allineate alla media mentre per l'Italia la previsione del fondo è un mediocre 0,3%.

Su questa previsione del FMI si sono esercitate le critiche dei *policy makers* italiani che le hanno ritenute troppo pessimistiche. Secondo il FMI, nessuno in Europa farebbe peggio dell'Italia. Anche la Spagna decelererebbe drasticamente ma rimarrebbe comunque in territorio abbondantemente positivo passando dal 3,8% del 2007 all'1,8% del 2008.

Per quanto riguarda gli emergenti, è chiaro che prevale la forza del processo di *catching up* sulla penalizzazione della crescita dovuta al quadro congiunturale poco vivace dei paesi avanzati. Quindi gli emergenti continueranno a crescere a tassi solo moderatamente inferiori a quelli del periodo più recente e decisamente più alti di quelli dei paesi avanzati.

Com'è strutturale il *catching up*, è strutturale anche la crescita dei prezzi del petrolio e soprattutto la crescita delle materie prime alimentari. La componente speculativa può aver giocato un ruolo nella crescita recente dei prezzi del petrolio ma questo aumento ha determinanti largamente fondamentali. Ciò emerge chiaramente dalle previsioni del Fondo raccolte nella TAB. 4.

Il tasso di crescita del prezzo del petrolio, che aveva superato il 20% nel 2006 (anno in cui il prezzo medio annuo per barile era stato di 66 dollari), è sceso a poco più del 10% nel 2007 per

poi impennarsi, secondo le proiezioni, al 34% del 2008. Secondo questa previsione, quindi, il prezzo medio del petrolio nel 2008 dovrebbe essere prossimo ma inferiore ai 100 dollari a barile. Altre proiezioni in circolazione lo collocano marginalmente sopra i 100, con un incremento stimato quindi attorno al 40%.

TAB. 4 Variazioni di alcune variabili macroeconomiche (tassi medi annui)

Prezzi delle materie prime				
	2006	2007	2008	2009
Petrolio	+20.5%	+10.7%	+34.3%	-1.0
Altre	+23.2%	+14.0%	+7.0%	-4.9%
Tassi di interesse (LIBOR)				
Dollaro	5.3	5.3	3.1	3.4
Euro	3.1	4.3	4.0	3.6

Fonte: *World Economic Outlook*, aprile 2008

E' lecito attendersi un ripiegamento dopo la fiammata del 2008? Questo è quanto si aspetta il Fondo, che vede il prezzo diminuire (anche se marginalmente). Altri prevedono mediamente una stabilità del prezzo del petrolio. Non ci sono particolari motivi per assumere questo scenario a meno che il rallentamento in corso dell'attività produttiva e l'aumento dei tassi di interesse comportino una flessione della domanda sia di tipo strutturale, sia di tipo speculativo.

Meno rilevante risulterebbe, sempre secondo la previsione, la dinamica dei prezzi delle altre materie prime nel 2008. In particolare non ci sarebbe una accelerazione nel corso del 2008. L'aggregato, comunque, è estremamente eterogeneo e il dato medio potrebbe nascondere accelerazioni su singoli segmenti del composito paniere delle materie prime non energetiche, soprattutto per quanto riguarda quelle alimentari. Il quadro dell'inflazione è riepilogato nella TAB. 5. L'inflazione si presenta in crescita ovunque nel corso del 2008, con la notevole

eccezione dell'India e la punta della Russia. Ci dovrebbe essere una modesta flessione della dinamica inflazionistica attesa per l'anno 2009.

TAB. 5 Inflazione al consumo (tassi medi annui)

	2006	2007	2008	2009
Avanzati	2.4	2.2	2.6	2.0
USA	3.2	2.9	3.0	2.0
Area Euro	2.2	2.1	2.8	1.9
Germania	1.8	2.3	2.5	1.6
Francia	1.9	1.6	2.5	1.7
Italia	2.2	2.0	2.5	1.9
Emergenti	5.4	6.4	7.4	5.7
Brasile	4.2	3.6	4.8	4.3
Russia	9.7	9.0	11.4	8.4
India	6.2	6.4	5.2	4.0
Cina	1.5	4.8	5.9	3.6

Fonte: *World Economic Outlook*, aprile 2008.



5. L'evoluzione della liquidità e la politica monetaria della Fed

La politica adottata dalla Fed nei primi mesi di quest'anno è stata pesantemente condizionata dalla crisi finanziaria e di liquidità innescata dalle difficoltà nel settore di mutui *subprime*.

Questa crisi, esplosa nell'agosto dello scorso anno, e solo ora è in fase di parziale superamento, ha portato la Fed ad adottare una politica di emergenza volta soprattutto a contrastare la scarsa liquidità dei mercati e a ricostituire la fiducia degli operatori e degli investitori a parziale discapito della potenziale stabilità dei prezzi.

La minaccia di una crisi finanziaria che, come nel periodo della grande depressione, avrebbe potuto generare una pericolosissima restrizione del credito, ha convinto la Fed che la stabilità dei mercati finanziari fosse prioritaria rispetto agli altri suoi due obiettivi istituzionali, e in particolare quello inflazionistico. La Banca Centrale Americana ha infatti deciso che anche la crescita economica, in flessione dall'ultimo trimestre dell'anno, fosse un obiettivo da perseguire parallelamente alla sua attività a favore della stabilità finanziaria. Un eccessivo peggioramento delle aspettative del pubblico sulla crescita economica avrebbe potuto vanificare gli sforzi per ridare fiducia ai mercati finanziari. Ha così deciso di contrastare il pericolo recessivo con una rapida e massiccia riduzione dei tassi che, per altro, ha anche contribuito, almeno parzialmente, a frenare la crisi del settore immobiliare che è all'origine dei problemi legati ai mutui *subprime*.

Come già accennato nello scorso numero dell'Osservatorio, durante gli ultimi mesi la Fed si è avvalsa di un ventaglio di strumenti di politica monetaria più ampio dell'usuale, di cui gran parte dedicati a ristabilire le condizioni di stabilità e liquidità nei mercati finanziari, e

spesso adattati o innovati *ad hoc* alla situazione contingente, in coerenza col principio, anche pubblicamente ricordato da alcuni membri del Board, che "ogni crisi finanziaria è una particolare crisi finanziaria".¹

Gli interventi della Fed nel 2008 hanno comunque seguito la falsariga di quelli del 2007, e sono sostanzialmente costituiti in:

- massicce immissioni di liquidità (rese possibili dall'introduzione a dicembre delle TAF" (Term Auction Facility) ad ampliamento delle attività ammesse come *collaterals* nelle operazioni di sconto;
- cooperazione con altre banche centrali per fornire liquidità al sistema (per la prima volta attivata il 12 dicembre 2007);
- riduzione dei tassi ufficiali (e del differenziale tra tasso di sconto e tasso *target* dei Federal Funds);
- interventi *ad hoc* per affrontare particolari episodi (quello di Bear Sterns) e introduzione di nuove linee di liquidità per il sistema;
- massiccia diffusione di informazioni sulle intenzioni della Banca Centrale (enfasi sulla

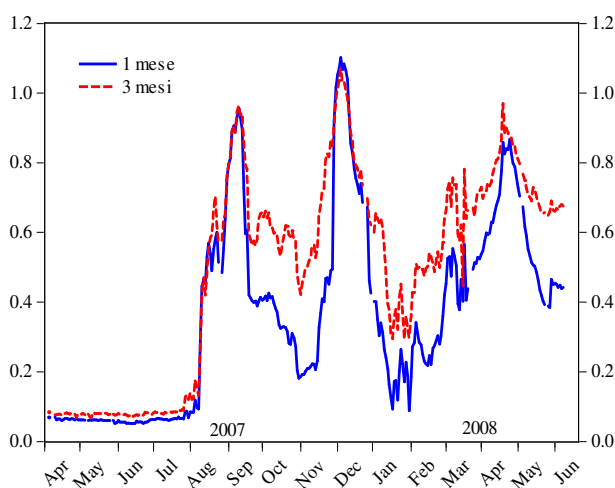
¹ A livello accademico molti studiosi sono rimasti colpiti dall'inutilità delle più note teorie sul comportamento delle banche centrali nello spiegare il comportamento della Fed di questi ultimi mesi (Taylor rule, incoerenza temporale, etc.). Il problema è che la validità di queste teorie è legata a un mondo "astratto" di "normalità" dei mercati finanziari che, come tale, è del tutto lontano dalla *particolare* situazione di emergenza che la Fed "qui e ora" si è trovata ad affrontare. Il fatto che alcuni studiosi abbiano censurato diversi provvedimenti della Fed in base al principio (inecepibile dal punto di vista teorico) che tali provvedimenti potrebbero rivelarsi inflazionistici o incentivare atteggiamenti di azzardo morale da parte degli intermediari, dimostra come costoro rifiutino per principio la stessa idea di potersi allontanare dalla verità "assoluta" della teoria e dalle sue implicazioni. Secondo P. Feyerabend, uno dei più noti filosofi della scienza, chi assume questo comportamento pretende di "adattare" il mondo alle prescrizioni della teoria in cui crede piuttosto che le prescrizioni della teoria alle necessità del mondo.

situazione di crisi e impegno da parte della Fed di contrastarla, particolare pubblicità alle decisioni sulle immissioni di liquidità, maggiore diffusione dei dati sullo sviluppo dell'economia e indicazione dei motivi alla base dei diversi provvedimenti di politica monetaria);

- interventi a favore dei mutuatari e informative per i debitori in difficoltà;
- diffusione delle iniziative da intraprendere per evitare che nel futuro possa ripresentarsi un fenomeno simile alla crisi finanziaria attraversata dall'economia americana.

La carenza di liquidità. I problemi di liquidità attraversati dal mercato monetario USA sono ben visibili dall'evoluzione del differenziale tra il Libor e l'OIS (*overnight interest swaps*), che la stessa Fed usa come "misura" dell'impatto della carenza di liquidità e del rischio di insolvenza nel mercato monetario (FIG. 6).

FIG. 6: Il differenziale Libor-OIS



Fonte: BBA e Reuters. Data la differenza ora di contrattazione, per omogeneità l'OIS si riferisce al giorno precedente.

Il differenziale, molto modesto sino al luglio dello scorso anno, è poi letteralmente esploso a

partire dall'8 agosto, con punte elevatissime a settembre e dicembre e, per quanto riguarda il 2008, a metà marzo e a cavallo tra aprile e maggio, e solo di recente ha subito (almeno per la scadenza a 1 mese) un significativo ridimensionamento.

Per quanto riguarda l'anno in corso, l'episodio più drammatico rimane comunque quello di marzo relativo a Bear Sterns, anche se qualche giorno dopo, grazie ai massicci interventi della Fed, il differenziale Euribor-OIS si è temporaneamente ridimensionato.

Verso metà marzo, Bear Sterns, una delle principali banche d'affari americane, giudicata fino a qualche tempo prima tra le più affidabili, è entrata improvvisamente in crisi non riuscendo più a raccogliere la liquidità a breve che tradizionalmente usava per finanziare una significativa quota delle sue attività.

In assenza di fonti di finanziamento alternative, la banca sarebbe così diventata insolvente, ma un suo fallimento avrebbe costretto i creditori a disfarsi delle attività che avevano ricevuto in garanzia. Ciò avrebbe determinato un'ulteriore forte pressione al ribasso sui prezzi di tali attività che già stavano calando anche a causa dell'illiquidità dei mercati che, a sua volta, aveva determinato la crisi del finanziamento monetario della banca d'affari. I creditori di Bear Sterns avrebbero così subito forti perdite e sarebbero entrati a loro volta in crisi di liquidità, con un pericolosissimo effetto a catena sugli altri istituti e sui *primary dealers*. Le preoccupazioni che sarebbero sorte tra gli investitori avrebbero potuto coinvolgere l'intero sistema finanziario e sia la crisi di liquidità che la caduta dei prezzi sarebbero diventati universali.

In queste condizioni critiche i membri del Board della Fed, all'unanimità, hanno deciso di agire prontamente, anche utilizzando misure piuttosto atipiche, ma giustificate dallo stato di necessità e di allarme in cui era entrato il sistema



finanziario. Messa da parte ogni perplessità sul rischio morale che il suo intervento potrebbe determinare in futuro sulle altre banche, la Fed ha deciso di utilizzare i suoi poteri di emergenza sulla creazione di liquidità (non avveniva più dal 1960)² per salvare Bear Sterns dal fallimento, le cui azioni JPMorgan Chase and Co. si dichiarava disposta ad acquistare al prezzo di due dollari l'una (contro una quotazione di 30 dollari di appena qualche giorno prima).

Il 14 marzo il Board approvava così all'unanimità l'accordo annunciato da JPMorgan Chase e Bear Sterns, e il 16 ufficializzava l'accordo di finanziamento.

Per sostenere l'operazione, in connessione all'acquisizione di Bear Sterns da parte della Chase, la Fed di New York erogava un prestito

di 29 miliardi di dollari a scadenza decennale³ che, insieme a un altro miliardo fornito dalla stessa Chase, andava a finanziare una *Delaware limited liability company* ("LLC"), costituita appositamente allo scopo di detenere le attività di Bear Sterns. Il prestito della Fed veniva garantito da un portafoglio di Bear Sterns del valore di 30 miliardi di dollari: se però nella liquidazione del portafoglio gestita dalla LLC dovessero emergere delle perdite, il primo miliardo di perdite sarebbe a carico della Chase, ma tutto il rimanente a carico della Fed di New York.

Questa operazione è stata criticata da molti economisti ed esperti come intrusione indebita nel libero mercato e come incentivo agli altri grossi intermediari creditizi a trascurare la solidità dei loro bilanci in previsione di altri salvataggi da parte della Fed.

Altri economisti invece hanno salutato questo intervento come un'azione costosa, ma necessaria stante la situazione di precarietà dei mercati monetari e finanziari.

In ogni caso gli interventi per contrastare la penuria di liquidità nei mercati non si sono limitati a questo. Lo stesso il 16 marzo la Fed attivava un nuovo strumento, detto PDCF (Primary Dealer Credit Facility) volto ad agevolare i finanziamenti dei *primary dealers* ai mercati. Si tratta di una particolare *lending facility* creata dalla Federal Reserve Bank di New York – simile a una *discount window* – dove i *primary dealers* possono rifornirsi di liquidità. La Fed ha stabilito che questo strumento rimarrà attivo per almeno sei mesi e che il costo dei finanziamenti (di durata

² Si tratta di quanto stabilito nella sezione 13(3) del Federal Reserve Act. In data domenica 16 marzo il Board ha autorizzato la Fed di New York a erogare un prestito *ad hoc* e seguire quanto prescritto in tale sezione 13(3): In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of section 14, subdivision (d), of this Act, to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank: Provided, That before discounting any such note, draft, or bill of exchange for an individual, partnership, or corporation the Federal reserve bank shall obtain evidence that such individual, partnership, or corporation is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for individuals, partnerships, or corporations shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe (si veda: <http://www.frbdiscountwindow.org/FederalReserveAct.html#13>)

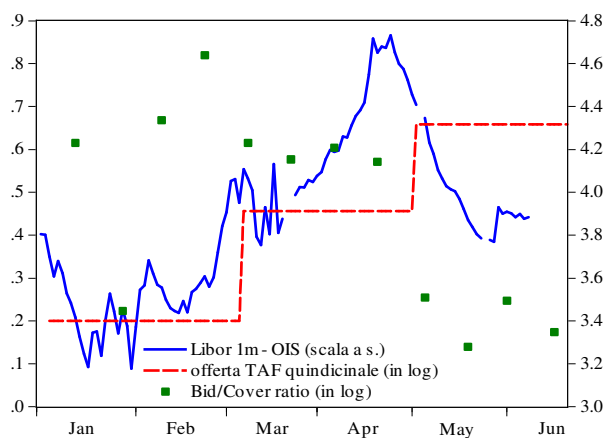
³ Il prestito è comunque rinnovabile a discrezione della Fed. Il tasso è variabile e corrispondente al tasso di sconto "primary"; il rimborso del prestito comincerà fra due anni. Si veda per es.: <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2008/rp080324b.html>

overnight), collateralizzabili con un ampio spettro di attività, è pari al tasso di sconto applicato alle banche considerate solide (*primary credit rate*), il quale, nella stessa riunione veniva per l'occasione abbassato di 25 punti base.

A parte questo, l'11 marzo era già stato annunciato un intervento congiunto con altre banche centrali per fornire liquidità ai mercati, cui ne seguiva un altro il 2 maggio.

Un importante strumento cui la Fed ha fatto massicciamente ricorso per fornire regolarmente liquidità al sistema creditizio sono state le TAF (Term Auction Facility) quindicinali e di durata 28 giorni, introdotte per la prima volta a dicembre 2007 (FIG. 7).

FIG. 7: Differenziale Libor-OIS a 1 mese, importi delle TAF Bid/Cover ratio alle aste



Fonte: BBA, Reuters e Fed. Data la differente ora di contrattazione, per omogeneità l'OIS si riferisce al giorno precedente. L'offerta si riferisce al giorno della prima comunicazione.

All'inizio l'offerta era di 30 miliardi di dollari, poi, il 7 marzo, l'importo è stato aumentato a 50 miliardi e, infine, il 2 maggio a 75. Come si rileva facilmente dalla figura, gli importi annunciati di mese in mese per le successive operazioni sono stati aumentati in relazione allo

spread tra il Libor e l'OIS, cioè all'aumentare delle tensioni del mercato monetario.

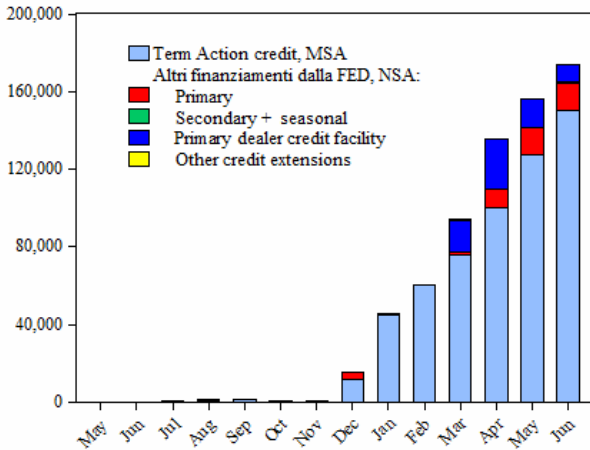
Il risultato è stato che il rapporto (in sede d'aste) fra domanda complessiva e importo offerto (e assegnato) dalla Fed, che risultava molto elevato fino ad aprile (con una punta di 2,27 il 25 febbraio) è in seguito diminuito ad un valore attorno all'1,20, indice di una certa normalità nelle condizioni di liquidità del sistema.

In ogni caso l'insieme di queste operazioni sulla liquidità, sommate agli annunci e alle promesse della Fed di voler contrastare con decisione la crisi e alle numerose riduzioni dei tassi ufficiali, ha effettivamente dato un po' di fiducia e contribuito a un certo miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato monetario, anche se non si sono ancora ripristinate le condizioni di stabilità precedenti l'agosto dello scorso anno.

Nel primo trimestre del 2008 i 50 maggiori gruppi di banche hanno finalmente migliorato le loro performance: gli utili, dedotte tutte le perdite, sono stati di circa 10 miliardi di dollari, ben al di sotto dei 36,5 miliardi del primo trimestre del 2007, ma comunque molto superiori al risultato fortemente negativo del trimestre precedente. Nonostante questo, però, in un anno i loro *nonperforming assets* sono più che raddoppiati e a marzo la loro quota risulta la più alta dal 2002, e le previsioni sono di ulteriori peggioramenti. I 50 maggiori gruppi continuano a darsi da fare per migliorare la loro posizione di liquidità e molti di loro hanno rimesso in bilancio attività in precedenza cartolarizzate o comunque riportate fuori bilancio. Ciò ha obbligato le banche a modificare la loro strategia di *funding* con un incremento delle pressioni nel mercato monetario.

La dimensione e la rilevanza delle diverse fonti di finanziamento da parte della Fed è messa in evidenza nella FIG. 8.

FIG. 8: Andamento delle diverse componenti dei finanziamenti da parte della Fed



Fonte: Fed.

Le aree del grafico, che rappresentano gli *stocks* delle diverse componenti mostrano come l'immissione di liquidità da parte della Banca Centrale sia stata crescente e di un ammontare assolutamente eccezionale. La voce principale corrisponde di gran lunga al "Term Action Credit, MSA", in gran parte costituite dalla TAF (Terms Auction Facilities). Tra gli altri finanziamenti risultano rilevanti solo gli sconti "primary" e, specialmente ad aprile, i "Primary Dealer Credit Facilities", un'innovazione introdotta nel marzo di quest'anno.

Le preoccupazioni avanzate da alcuni sul fatto che la Fed ammetta come collaterale delle sue operazioni di finanziamento anche titoli di dubbia affidabilità e liquidità (come i titoli legati ai *subprime*, etc.), e che questa liquidità possa avere prima o poi effetti inflazionistici è però eccessiva. A parere di chi scrive tale preoccupazione è il frutto di pregiudizi e ragionamenti eccessivamente legati alla teoria economica tradizionale. Si tratta infatti, in gran parte (es. per le TAF), di operazioni a scadenza non superiore al mese il cui ammontare è di volta in volta deciso dalla stessa Banca che, in

un breve lasso di tempo, può quindi ridurre a sua discrezione la stessa liquidità. Il collaterale è utilizzato soprattutto come strumento per avviare i finanziamenti più che come vera e propria garanzia e pertanto in questo frangente la loro qualità non è determinante come potrebbe apparire.

La Fed ha inoltre sempre sottolineato come gran parte dei suoi massicci interventi e la diminuzione degli standard del collaterale vadano considerati interventi provvisori dovuti alla gravità della situazione, che progressivamente saranno modificati.

Infine, non c'è stato alcun significativo aumento della base monetaria (TAB. 6): i finanziamenti della Fed hanno sostanzialmente colmato il vuoto della caduta delle *nonborrowed reserves* delle banche.

TAB. 6: Finanziamenti della FED e base monetaria complessiva

data	Riserve bancarie			Totale base monet.
	Totale	Non-borrowed	Finanz. dalla Fed	
Giu 2007	43607	43420	188	820080
Lug	41783	41521	262	821336
Ago	44870	43895	975	824451
Set	42698	41132	1566	821885
Ott	42537	42283	254	824742
Nov	42679	42313	365	825673
Dic	42599	27169	15431	823387
Gen 2008	41786	-3874	45659	821160
Feb	42579	-17578	60158	822450
Mar	44033	-50490	94524	827183
Apr	43473	-91937	135409	824761
Mag	44034	-111746	155780	826676
Giu	43772	-130349	174122	830809

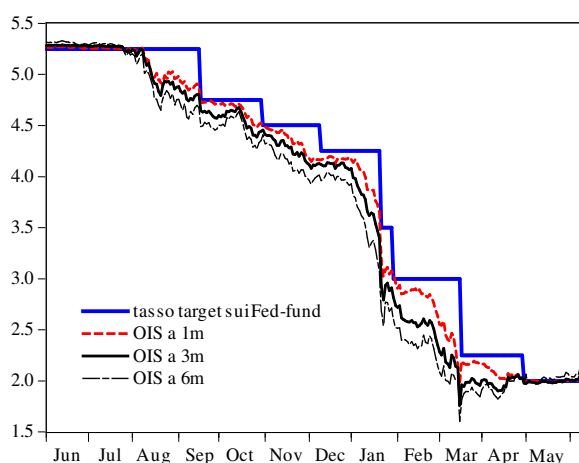
Fonte: Fed.

La gestione dei tassi negli USA e le aspettative del mercato. Anche nei primi mesi del 2008 la Fed ha introdotto significative riduzioni nei tassi ufficiali. In particolare, il rendimento *target* dei

Fed-Funds è stato abbassato quattro volte ed ora si trova al 2% contro il 5,25% di un anno fa. Di queste riduzioni, due sono state di 75 punti base (FIG. 9).

Le ragioni di questa politica così aggressiva vanno ricercate nel sovrapporsi della crisi finanziaria sulla fase depressiva in cui è entrata l'economia americana. La Banca Centrale ha ritenuto essenziale non aggiungere sfiducia sulla crescita economica alla gravissima sfiducia già presente nei mercati finanziari e alla minore offerta di credito alle famiglie e alle imprese. Ha quindi deciso di abbassare i tassi per rendere meno costosi i finanziamenti sia per gli intermediari con problemi di liquidità (non solo il rendimento target è stato abbassato, ma anche il differenziale tra il tasso di sconto e i Fed-Funds), sia per le famiglie e le imprese. La Banca ha così inteso riaffermare la sua determinazione a combattere la crisi finanziaria e soprattutto a frenare le aspettative sempre più pessimiste sul futuro andamento del settore reale.

FIG. 9: Target Fed-fund e OIS



Fonte: Reuters e Fed.

Le decisioni del FOMC sul tasso sono state, come di routine, accompagnate da un breve

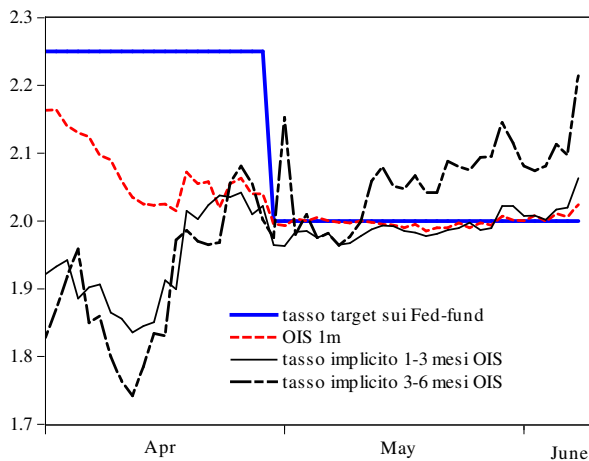
commento sull'economia, da cui risulta che le decisioni sui tassi sono sempre state prese in relazione ai rischi verso il basso della crescita. Fino a marzo, inoltre, la Fed ha sempre sottolineato come questi rischi continuassero a rimanere ("however, downside risks to growth remain"). E' solo ad aprile che, con l'ultima decisione di ridurre ulteriormente il target Fed-Fund dal 2,25 al 2% (per altro approvata con 2 voti contrari su 10), il FOMC è apparso più ottimistico non avendo più parlato di *ulteriore* indebolimento delle prospettive di crescita e anzi sottolineando le potenziali conseguenze positive delle iniziative intraprese ("The substantial easing of monetary policy to date, combined with ongoing measures to foster market liquidity, should help to promote moderate growth over time and to mitigate risks to economic activity").

Ciò è coerente col contenuto del recente discorso di Bernanke del 9 giugno 2008. Secondo il Presidente, il rischio che l'economia vada imboccando un sentiero in continua discesa è diminuito. Bernanke ha comunque nuovamente sottolineato che uno dei mezzi più efficaci per ridurre i rischi sulla crescita è favorire il ritorno alla normalità nei mercati finanziari: a questo riguardo, ha ribadito Bernanke, molte azioni sono già state intraprese. Per quanto riguarda l'inflazione, recentemente salita anche per l'incremento dei prezzi delle materie prime, il FOMC è determinato a combattere il sorgere di eccessive aspettative inflazionistiche che sarebbe destabilizzante per la crescita e alimenterebbe la futura inflazione.

La minor enfasi conferita ai pericoli per la crescita economica in queste e altre comunicazioni ha già avuto qualche effetto sulle aspettative sui tassi del mercato monetario (FIG. 10) che si sono spostate verso l'alto, specialmente per l'orizzonte a 3-6 mesi.

Dall'ultima riduzione del tasso target dei Fed-Funds del 30 aprile, le aspettative risultano così contrassegnate da stabilità per gli orizzonti a breve, mentre per i 3-6 mesi successivi sembrerebbe che il mercato si attenda come possibile un ritocco verso l'alto del tasso ufficiale. Qualche importante informazione in merito si avrà comunque dopo la riunione del FOMC del 25 giugno.

FIG. 10: Target Fed-fund e aspettative (tassi impliciti OIS)



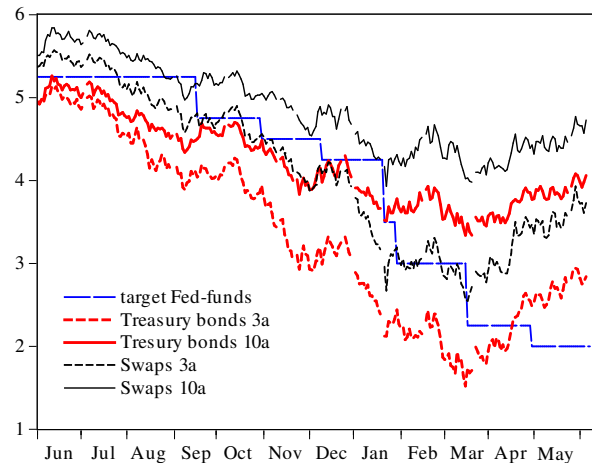
Fonte: Reuters, Fed e nostra elaborazione.

La recente tendenza al rialzo è ancor più manifesta qualora si consideri l'andamento dei tassi a scadenza triennale e, pur se meno accentuata, dei decennali (FIG. 11).

Da giugno 2007 a marzo 2008 sia i tassi a 3 che a 10 anni si sono mossi su un trend discendente, più accentuato per i tassi a 3 anni. A partire da metà marzo i tassi hanno cominciato a salire, in parte per l'esaurirsi delle aspettative al ribasso sul tasso ufficiale, in parte per una visione meno pessimistica sul futuro dell'economia americana, associate ad un aumento delle aspettative inflazionistiche. In ogni caso il rendimento degli *swaps* risulta sempre superiore a quello dei *Treasury Bonds*, ma il differenziale non si è allargato: sembra quindi che il

fenomeno di *flight to quality*, che aveva favorito la riduzione del rendimento dei titoli di Stato, si sia arrestato.

FIG. 11: Target Fed-fund e tassi a 3 e 10 anni



Fonte: Fed.

Anche i movimenti dei rendimenti del mercato monetario soggetto a rischio di liquidità e di insolvenza (*Libor*) hanno, come l'OIS, risentito del forte ribasso dei tassi ufficiali, ma il loro andamento è stato influenzato dalle condizioni contingenti dei mercati (FIG. 12): dal grafico emergono infatti delle controtendenze rispetto al tasso ufficiale che contrassegnano i periodi di maggior crisi. Nell'ultimo periodo, comunque, i rendimenti del *Libor* sono risultati abbastanza stabili.

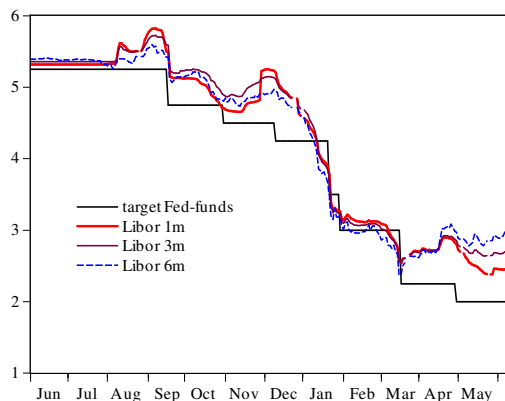
Questo andamento, che li discosta da quello in aumento degli OIS, è la conseguenza del combinarsi del movimento verso l'alto delle aspettative sui tassi con la diminuzione del premio per il rischio che ha fatto seguito ai forti interventi della Banca Centrale statunitense.

6. Gli interventi a favore dei mutuatari

La Fed ha progressivamente chiarito le sue linee di intervento a favore dei mutuatari che hanno scopo di ridurre le morosità dei debitori e le

escussioni degli immobili da parte dei creditori. In effetti la condizione del mercato dei mutui non è affatto soddisfacente: a gennaio 2008 il 40% circa dei mutui *subprime* a tasso variabile era moroso da almeno tre mesi, il doppio di 12 mesi prima. Prendendo in esame il complesso dei mutui, e non solo i *subprime*, si stima che nel 2007 siano state iniziate 1,5 milioni di pratiche di escussioni, il 53% in più del 2006, e le previsioni sono di un ulteriore aumento nel corso del 2008.

FIG. 12: Target Fed-fund e Euribor



Fonte: BBA e Fed.

Secondo la Fed, sia le more che le escussioni rappresentano esperienze traumatiche per le famiglie che andrebbero il più possibile evitate. D'altra parte, come il governatore Kroszner ha spesso sottolineato, la diminuzione del valore delle case (e quindi delle garanzie ipotecarie) rende difficile o addirittura impossibile a molti proprietari in difficoltà di rinegoziare i loro mutui a condizioni più vantaggiose, nonostante la significativa discesa dei tassi d'interesse.

La proposta è quindi di adottare nuove misure a favore dei debitori in difficoltà adeguandole alla particolare situazione che si sta manifestando negli USA. L'idea alla base di tutti gli interventi che sono stati suggeriti non solo dalla Fed, ma

anche da politici, consulenti, associazioni di categoria, che, comunque, il costo delle escussioni sia alto per tutte le parti coinvolte. A questo scopo già la NeighborWorks America e la Homeownership Preservation Foundation stanno offrendo i loro servizi di consulenza finanziaria, anche telefonica, attraverso la Homeowner HOPE Hotline per aiutare i mutuatari in difficoltà ad evitare le escussioni.

A sua volta, la Hope Now Alliance, una coalizione nazionale di imprese sponsorizzate dal governo (tra cui associazioni di agenzie immobiliari, consulenza di servizi ipotecari), si è attivata, con l'appoggio del Treasury Department, per aiutare i debitori in difficoltà e in particolare quelli che stanno cercando di rinegoziare il tasso d'interesse approfittando della riduzione dei tassi a breve operata dalla Fed.

La FHA (Federal Housing Administration) sta così fornendo copertura assicurativa su diversi prodotti ipotecari, sia a tasso fisso che variabile, che può essere usata per rifinanziare i debiti dei mutuatari che rispettino certi particolari criteri (per esempio, i mutuatari diventati morosi per il forte aumento del tasso d'interesse contrattuale successivo al periodo iniziale di favore e con un valore dell'immobile abbastanza alto possono rifinanziarsi con un nuovo mutuo con copertura assicurativa della FHA).

La stessa Fed si è messa in contatto con istituzioni finanziarie e associazioni locali (come comunità, agenzie di consulenza, etc.) per identificare dove sono più concentrate le escussioni e far sì che questi enti possano dirigere i loro sforzi soprattutto nelle zone più bisognose. Le comunità locali stanno anche studiando come affrontare le conseguenze delle escussioni già eseguite, quali la diminuzione del valore delle altre abitazioni (per l'aumento dell'offerta), etc. A questo scopo la Fed è entrata



in partenariato con la NeighborWorks America a favore delle zone dove vi sono molte case libere (in seguito alle escussioni), così da utilizzarle per fornire appartamenti in affitto a condizioni favorevoli e/o di offrire nuove opportunità di acquisto di abitazioni a comunità a basso reddito.

Oltre a questi interventi viene poi suggerita ai creditori tutta una serie di strategie di *loss-mitigation* per ridurre, ove possibile, il ricorso alle escussioni nei confronti di mutuatari che, non riuscendo ad ottenere un nuovo finanziamento a condizioni più favorevoli di quello in essere, diventano morosi. A tale proposito la Fed, in collaborazione con altri enti e banche, ha edito anche una guida su come condurre le rinegoziazioni. Come già accennato all'inizio, il costo delle escussioni è infatti particolarmente elevato anche per l'erogatore del mutuo. Vi sono infatti da calcolare: (a) la perdita degli interessi in mora; (b) i costi fiscali legali e amministrativi; (c) le commissioni da pagare alle agenzie immobiliari per rimettere l'immobile sul mercato. A questi vanno poi aggiunte (d) tutte le spese di manutenzione per mantenere l'immobile in buono stato prima della vendita. Si consideri poi che, a causa della crisi del mercato immobiliare, il valore dell'immobile può essere diventato talmente basso da non compensare nemmeno il prestito erogato anche non considerando tutte queste spese. Se a questo si aggiunge che per concludersi il processo richiede normalmente da alcuni mesi a un anno e mezzo - e che, a causa dell'aumento delle escussioni la durata sta aumentando - non desta meraviglia il fatto che il governatore Kroszner abbia rivelato che nel corso dell'ultimo trimestre del 2007 le perdite complessive per l'erogatore di un mutuo *subprime* che proceda all'escussione dell'abitazione di un mutuatario moroso sia dell'ordine del 50% della somma

erogata! Non è quindi improbabile che il valore attuale di un contratto di mutuo rinegoziato in base a una strategia di *loss-mitigation* superi quello che il finanziatore ricaverebbe da un'escussione.

La misura sinora più usata consiste nell'adozione di un nuovo piano di ammortamento del prestito, spesso con una dilazione per le rate in mora eventualmente posposte alla regolare scadenza del contratto. Ultimamente, però, questa misura non sembra più dare buoni risultati perché la percentuale di coloro che continuano a non pagare le loro rate, pur avendo ottenuto una dilazione, resta molto elevata.

Si sta così diffondendo la pratica di rinegoziare l'interesse e/o di allungare il periodo di ammortamento per ridurre il costo del prestito e/o la rata periodica a carico del mutuatario. Ancora non molto diffuso (e da monitorare attentamente per evitare atteggiamenti "strategico-opportunistic" da parte dei debitori) è uno sconto sull'importo da rimborsare che, in questo periodo di bassi prezzi degli immobili, potrebbe diventare conveniente per incentivare un mutuatario (il cui valore del mutuo superi quello della casa) a continuare a pagare piuttosto di lasciarsi portar via l'abitazione e disfarsi del debito.

La Fed mette comunque in guardia gli intermediari a non concedere facilitazioni a coloro che sono in grado di far fronte ai termini del loro contratto. Un suggerimento è per esempio quello di limitare le rinegoziazioni a coloro che hanno un elevato rapporto rata/reddito o il cui valore dell'immobile sia molto diminuito. Altre alternative potrebbero essere, secondo la Fed, l'introduzione di una particolare commissione a carico del mutuatario rinegoziante da pagare però alla scadenza del nuovo contratto, oppure far accompagnare la

rinegoziazione alla sottoscrizione del mutuatario di un contratto in cui si prevede la cessione al creditore o allo stato di una quota dell'eventuale futuro aumento del valore dell'immobile, etc.

7. Gli interventi regolatori sugli intermediari

Il compianto governatore Gramlich, autore di un libro sui mutui *subprime* dal profetico titolo "Subprime Mortgages – America's Latest Boom and Bust"⁴ pubblicato proprio un anno fa, cioè *prima* della crisi, si dimostrava molto preoccupato di quanto stava accadendo: se da un lato guardava con favore al settore dei mutui *subprime* e alle cartolarizzazioni che avevano consentito a molti americani di diventare proprietari delle loro case, dall'altro stigmatizzava il decadimento progressivo degli standard creditizi e le pratiche di *predatory lending* sostenendo che, prima o poi, sarebbe arrivato il disastro. In particolare suggeriva di proibire certe pratiche e di introdurre una regolamentazione più rigida (anche se probabilmente era già troppo tardi per evitare una crisi) sull'attività degli intermediari, sia *lenders* che *brokers*. Il fatto che solo il 20% degli intermediari fosse soggetto alla regolamentazione cui sono sottoposte le banche commerciali e gli istituti assimilati, e che il 51% fosse praticamente libero da ogni vincolo era, nella visione di Gramlich, scandaloso: la normativa e i controlli andavano estesi all'intero settore e a tutti gli intermediari.

Gramlich, che da anni predicava sempre le stesse cose, non fu mai ascoltato e, a causa delle sue "bizzarre" preoccupazioni, anche un po' emarginato. Le settimane successive gli hanno dato però ragione e la Fed, anche con la collaborazione di altri enti, sta studiando tutta una

serie di indicazioni sul "comportamento corretto" che gli intermediari e gli altri soggetti operanti nei mercati finanziari-creditizi dovrebbero seguire. Sta anche lavorando a nuove regolamentazioni (in particolare a favore di chi accede al credito) *che saranno approvate e rese note nel prossimo luglio*.

L'analisi della Fed e di altri enti che si sono interessati alla crisi dei mutui *subprime* ha infatti rilevato tutta una serie di errori nel comportamento degli operatori che, aggiunta alla caduta dei prezzi del mercato immobiliare, ha innescato la crisi finanziaria. L'obiettivo è quello di impedire che in futuro possano ripresentarsi fenomeni analoghi, e che l'attuale politica di emergenza della Banca Centrale, molto interventista, invasiva e permissiva, venga interpretata come una promessa di nuovi eventuali aiuti in caso di future difficoltà, col pericolo che si generino fenomeni di azzardo morale.

Secondo chi ha analizzato la crisi, il primo anello debole della catena è la caduta degli standard con cui gli *originators* (gli erogatori dei mutui) concedevano i loro prestiti. In parte questa è stata la conseguenza del fatto che la cartolarizzazione ha spesso reso i ricavi degli *originators* più legati ai "volumi" dei crediti erogati e ceduti ai "veicoli" e ai *packagers* che alla loro "qualità". Convinzione diffusa era che, comunque, questi crediti, una volta ceduti non costituissero più un rischio per gli erogatori e che quindi, per loro, non fosse poi così importante verificarne l'effettiva qualità. Questo problema, poco rilevante finché il prezzo delle case è stato in continua ascesa, ha manifestato tutta la sua negatività nella nuova fase di crisi del mercato immobiliare. Il credito concesso a molti debitori di bassa qualità è infatti andato in mora contribuendo in maniera decisiva alla crisi finanziaria iniziata nell'agosto 2007.

⁴ E.M.Gramlich, (2007), *Subprime Mortgages – America's Latest Boom and Bust*, The Urban Institute Press, Washington, DC.



A questo primo fattore di crisi, secondo le analisi condotte in proposito, se ne sono aggiunte altre come:

- Insufficiente attenzione da parte degli investitori nel valutare i rischi degli strumenti creditizi strutturati, in parte conseguente a un'eccessiva fiducia nella capacità segnaletica del *rating*, in parte per la complicazione "tecnica" di alcuni strumenti. In realtà le procedure di determinazione del *rating* si sono spesso dimostrate inadeguate e i successivi *downgrades* hanno di fatto minato la fiducia degli investitori, con l'effetto di ridurre drasticamente i loro acquisti e di incentivare le vendite delle attività già in portafoglio.
- Gestione del rischio poco efficiente in molte grandi istituzioni finanziarie. Per esempio è risultato che molti intermediari non avevano ben misurato la loro esposizione complessiva alla crisi perché ne avevano sottovalutato l'impatto su diverse importanti linee della loro attività. Sono stati così sottovalutati i rischi delle voci fuori bilancio, dei prestiti agli investitori in titoli cartolarizzati, delle perdite di valore dei collaterali. Sono inoltre state sottovalutate le pressioni sulla liquidità, poi emerse a livello di sistema quando ci si è trovati nell'impossibilità di cedere i crediti e/o vendere le attività cartolarizzate, o anche di far rientrare la loro clientela in difficoltà.

Per evitare che quanto avvenuto possa ripresentarsi nel futuro, la Fed sta avanzando tutta una serie di suggerimenti, tra cui i principali sono i seguenti.

1. Maggior vigilanza pubblica sull'attività creditizia degli *originators* (indipendentemente dal fatto che siano banche o no). Le misure che sta prendendo la Fed riguardano infatti forme di protezione per i mutui a costo elevato e miglioramenti da introdurre con

riferimento ai criteri di valutazione della capacità di rimborso dei mutuatari (compresa la verifica delle attività e del reddito dei richiedenti prestiti). In particolare la Fed vuole rafforzare le regole di protezione dei consumatori e prescrivere un miglioramento dell'informativa. Tra queste: (a) restrizione sulle penalità di anticipata estinzione del mutuo; (b) restrizione delle erogazioni e/o penalità in presenza di insufficiente documentazione da parte del mutuatario; (c) corretta valutazione della capacità di rimborso del richiedente in mancanza della quale il credito non può essere erogato; (d) trasparenza nella pubblicità sull'offerta di mutui e le loro condizioni con proibizione di patteggiare incrementi eccessivi di tassi allo scadere del periodo iniziale a condizioni di favore; (e) criteri più stringenti nell'autorizzazione all'attività dei *brockers* e sulla determinazione dei loro compensi; (f) obbligo di aprire appositi conti (*escrow accounts*) per i versamenti effettuati dai mutuatari relativi alle imposte patrimoniali e alla loro assicurazione personale.

2. Maggior attenzione da parte delle agenzie di *rating* quando assegnano i loro giudizi di merito, in particolare quando si riferiscono a strumenti finanziari molto complessi.
3. Limitazione dell'emissione di attività e derivati (in particolare sul credito e strutturati) così complicati da rendere di fatto impossibile una valutazione autonoma del sottostante da parte dell'acquirente. In alternativa, chi li acquista deve rendersi conto che potrebbe trattarsi di "spazzatura", indipendentemente dal loro eventuale *rating*.
4. Miglioramento delle modalità di gestione del rischio. Gli intermediari devono saper meglio valutare la loro esposizione complessiva e tener conto che, in caso di crisi generalizzata,

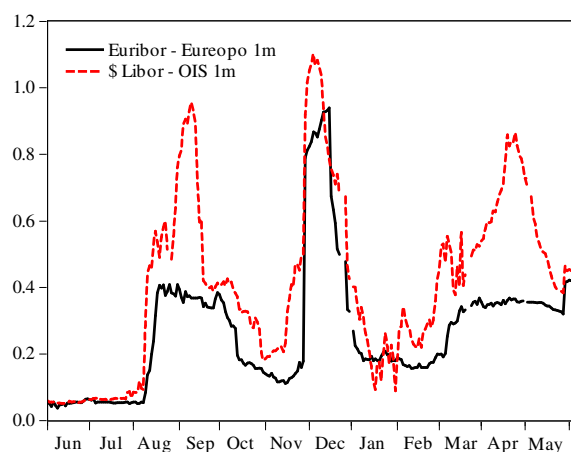
le diverse forme di rischio tendono a diventare molto correlate fra loro. Occorre quindi una maggior centralizzazione della gestione del rischio e adottare tutta una pluralità di indicatori sia quantitativi che qualitativi (il VaR da solo non basta).

5. Introduzione di una più attenta gestione del rischio di liquidità, sia di breve che di lungo periodo. Durante i periodi di *stress* gli shock di liquidità possono diventare correlati fra loro e i problemi di liquidità dei soggetti finanziati (come i “veicoli” nell’ultima crisi) possono portare a problemi di liquidità ai finanziatori anche tramite le voci fuori bilancio. E’ inoltre importante che l’intermediario stabilisca le relazioni tra i problemi di liquidità e i problemi di congruità del capitale. Anche se le condizioni di liquidità sono migliorate nell’ultimo periodo, è necessario che gli intermediari si avvalgano di *stress test* per mantenere un robusto ammortizzatore di liquidità.
6. Incoraggiare le istituzioni creditizie a raccogliere capitale, in parte per rafforzare la loro struttura finanziaria, in parte per essere pronte quando l’economia tornerà a crescere: la Fed vede quindi positivamente le recenti iniezioni di capitale nelle organizzazioni bancarie e nelle altre istituzioni finanziarie. Secondo la Banca Centrale, comunque, alcune banche danno troppa fiducia ai modelli interni sulla congruità del capitale, mentre questi modelli andrebbero valutati con un buon grado di scetticismo. Le indicazioni di tali modelli devono perciò sempre essere accompagnate da un ampio uso di *stress test* e di analisi di scenario che ne possano mettere in evidenza le intrinseche debolezze.

8. Tassi e liquidità nella zona-Euro

I problemi di liquidità e rischio – che man mano si manifestavano nel mercato monetario americano (misurabili dal differenziale Libor-OIS) – determinavano problemi analoghi nella zona-Euro, come risulta dall’andamento del differenziale tra Euribor ed Eurepo, ovvero tra Euribor e OIS (FIG. 13)⁵

FIG. 13: Il differenziale Libor-OIS



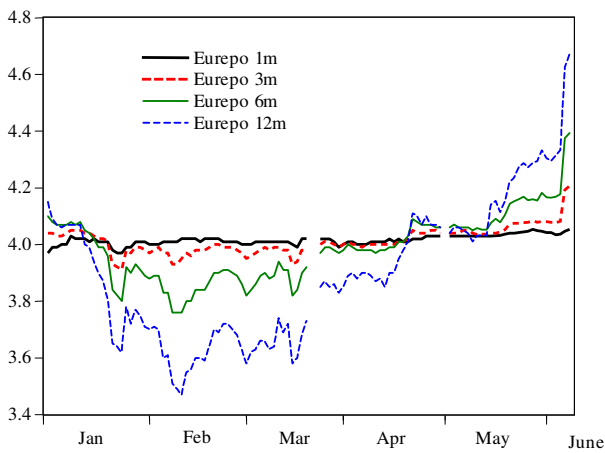
Fonte: Euribor®, Eurepo, BBA e Reuters.

A differenza della Fed, da gennaio a giugno la BCE si è limitata a immettere liquidità nel sistema senza però ridurre il tasso ufficiale, fermo al 4%. Pertanto i rendimenti europei non soggetti a rischio di liquidità sono rimasti caratterizzati da una struttura “piatta” sulle scadenze più brevi, mentre le altre sono state caratterizzate da una certa volatilità che ha risentito delle aspettative di mercato sulla futura

⁵ Per la zona-Euro è *indifferente*, come misura del tasso del mercato monetario esente da rischio e problemi di liquidità l’OIS (overnight interest rate swaps) o l’Eurepo, dal momento che entrambi non risentono, se non in minima parte, dei problemi di rischio e di liquidità che colpiscono invece le quotazioni dell’Euribor. Qui abbiamo considerato l’Eurepo sono perché la sua quotazione avviene nello stesso orario dell’Euribor.

politica della BCE (FIG. 14). In particolare si nota un aumento improvviso di tutti i rendimenti dopo la Conferenza Stampa di Trichet del 5 giugno che ha portato il mercato a ritenere prossimo un aumento del Repo.

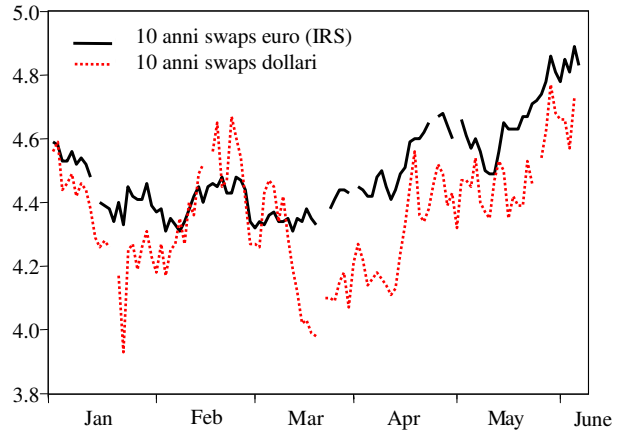
FIG. 14: I tassi a breve nella zona-EURO: l'Eurepo



Fonte: Eurepo.

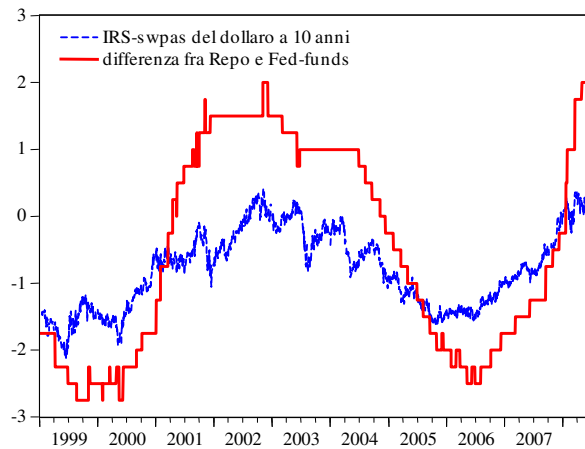
L'andamento del tasso a lunga (IRS decennale) è invece risultato in discesa fino a metà febbraio, per risalire a partire dal mese di marzo (FIG. 15). Le sue oscillazioni sono del tutto simili a quelle dell'analogo tasso americano (*swaps* a 10 anni sul dollaro), ma meno accentuate. Al momento i loro valori si sono avvicinati anche se il tasso europeo rimane leggermente più alto. Questo differenziale positivo è destinato a mantenersi nel prossimo futuro: storicamente, infatti, i tassi al lunga delle due economie si muovono in modo parallelo attorno a un differenziale che dipende da i due tassi ufficiali (FIG. 16).

FIG. 15: Il tasso decennale nella zona-Euro e negli USA: IRS e *swaps* sul dollaro



Fonte: Aker Finance e Fed.

FIG. 16: Andamento storico del differenziale tra i rendimenti decennali euro-dollaro

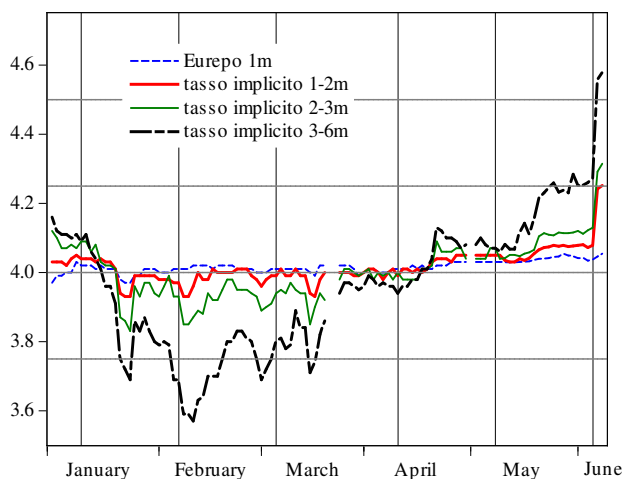


Fonte: BCE, Aker Finance e Fed.

Le aspettative nella zona-Euro. L'evoluzione in questi primi mesi del 2008 delle aspettative sul futuro valore del Repo e dei tassi a breve (FIG. 17) è ricavabile dai tassi impliciti dell'Eurepo e dell'OIS (*overnight interest swaps*) che non risentono, se non in minima

parte, dei problemi di rischio e di liquidità che colpiscono invece le quotazioni dell'Euribor.

FIG. 17: Le aspettative del mercato monetario (tassi impliciti dell'Eurepo)



Fonte: Eurepo e nostre elaborazioni. Le linee verticali indicano le date delle riunioni del Consiglio Direttivo.

Il primo risultato, abbastanza scontato, è che sino alla riunione del Consiglio Direttivo del 5 giugno il mercato non ha mai ritenuto probabile una variazione del tasso ufficiale né nella riunione più vicina, né in quella del mese successivo: l'Eurepo a 1 mese e il tasso implicito a 1-2 mesi si sono infatti mossi orizzontalmente lungo a un valore prossimo al 4% del Repo.

Questo risultato è abbastanza scontato perché dalla fine del 2005 in avanti è prassi della BCE avvertire con un mese di anticipo della sua intenzione di aumentare (a meno di eventi imprevedibili) il Repo includendo o meno l'espressione "strong vigilance" nelle sintesi dell'Introductory Statement della Conferenza Stampa del Presidente (per la differenza tra la forma dei comunicati delle BCE e della FED sulle decisioni di politica monetaria si vedano precedenti OM). L'unica eccezione si è

verificata nell'agosto del 2007, quando all'avviso non è seguito alcun aumento nel mese successivo per lo scoppio della crisi finanziaria legata ai mutui *subprime*.⁶

Ne consegue che, tranne in casi eccezionali, le aspettative a più breve termine sono determinate quasi esclusivamente dalle parole espresse in occasione delle Conferenze stampa, indipendentemente dall'andamento dell'economia. In effetti, l'8 maggio scorso, rispondendo a un giornalista che gli chiedeva di precisare se la parola "vigilance" fosse ancora nel vocabolario del Consiglio Direttivo, Trichet confermava di non avere alcun motivo per dire che *vigilance* fosse sparita dal lessico della BCE e che l'espressione sarebbe stata certamente utilizzata quando la Banca avesse deciso che ne fosse arrivato il momento.

Più variegato è invece l'andamento delle aspettative a 2-3 e, soprattutto, a 3-6 mesi. A partire da gennaio l'aspettativa sul valore che il Repo avrebbe assunto dopo 3-6 mesi è diminuito. A febbraio, in particolare, dopo la riunione della BCE, il mercato riteneva molto probabile una futura diminuzione del tasso per complessivi di 25-50 punti base anche se non immediata: il tasso implicito a 3-6 mesi è infatti sceso fino al 3,6% circa.

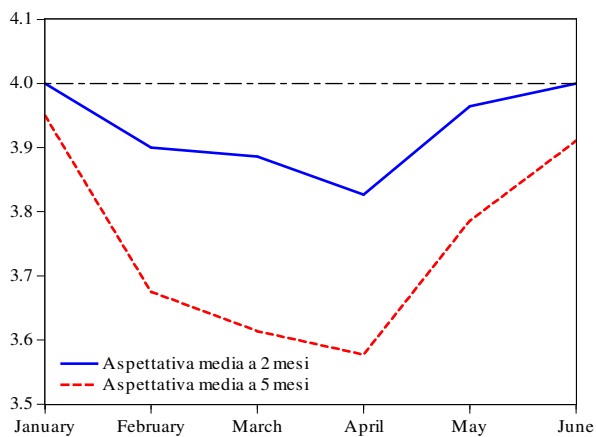
In quella particolare riunione il Presidente – oltre ad accennare ai soliti rischi inflazionistici – aveva enfatizzato la presenza di rischi recessivi (the "risks to the outlook for economic activity lie on the downside"), e questo non solo nel

⁶ C'è però ambiguità sul se e come sarebbe segnalata l'intenzione di diminuire i tassi nel mese successivo. A un giornalista che ha chiesto a Trichet "in the past you've acknowledged that the word "vigilance" has a certain predictive power, notwithstanding the Governing Council's non-pre-committal stance. Does that word have the same predictive power when rates might be going down as it did when they were going up", la risposta è stata: "I will not comment on vigilance in the other direction."

testo, ma anche nelle risposte ai giornalisti,⁷ convincendo il mercato che la scarsa crescita economica potesse essere seguita da qualche manovra espansiva da parte della BCE.

Da marzo a inizio giugno, però, le aspettative sono progressivamente aumentate, anche se per l'immediato l'attesa rimaneva di un Repo al 4% (si veda anche la FIG. 18 che riporta i valori medi del *Consensus* di *bfinance* delle aspettative sul Repo).

FIG. 18: Le previsioni di *Consensus* di *bfinance* relative al primo giorno di ogni mese



Fonte: *bfinance* e nostre elaborazioni.

A questo cambiamento delle aspettative ha contribuito anche il mutato tenore delle Conferenze Stampa: a partire da marzo scompare infatti ogni riferimento ai pericoli recessivi, mentre da maggio si enfatizza come non ci sia alcuna significativa indicazione di

⁷ “I would only mention that we said – and I said on behalf of the Governing Council at the last press conference – that the risks that we were perceiving were on the downside. And if you compare the introductory statement with that presented at the previous press conference, you will see we insisted much more on the risks, risks which were mentioned in the important paragraph at the very beginning of the introductory statement”.

vincoli sull'offerta di credito bancario e si sottolinea come la Banca Centrale farà di tutto per mantenere le aspettative inflazionistiche di medio periodo legate all'obiettivo del 2%.

Alle comunicazioni ufficiali si sono anche aggiunti gli effetti delle informazioni economiche che, man mano venivano rese pubbliche, mostravano come l'inflazione tendesse a crescere e rimanere elevata (anche a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime) e come le previsioni sulla crescita economica segnalassero qualche miglioramento. Il 5 giugno, nella Conferenza Stampa del Presidente si verifica una novità. A un mercato che si attendeva un comunicato ufficiale orientato a mantenere invariato il tasso ufficiale al 4% a luglio, Trichet invece dichiarava: (a) che i rischi inflazionistici erano *ancora* aumentati (“the risks to price stability over the medium term have *increased further*”); (b) che dall'autunno l'inflazione era cresciuta - soprattutto a causa dei forti rincari nei prodotti energetici e alimentari - e che sarebbe rimasta su livelli elevati più a lungo di quanto inizialmente si ritenesse e, infine, (c) che tutto ciò avrebbe provocato uno stato di “maggiore attenzione” (“a state of *heightened alertness*”). Il Presidente concludeva affermando che la BCE rimane decisa ad impedire che il permanere di un'alta inflazione possa spingere verso l'alto anche l'inflazione attesa di medio-lungo periodo, col rischio di generare *second round effect* dovuti all'insorgere di una spirale aspettativa – salari – prezzi.

Davanti a questa nuova espressione (*heightened alertness*) gli ascoltatori sono rimasti perplessi. Approfittando delle domande dei giornalisti, Trichet precisava che:

- alcuni membri del Consiglio hanno pensato che – considerati tutti gli elementi a

disposizione, tutte le informazioni e l'analisi del rischio inflazionistico – sarebbe stato meglio alzare i tassi. Altri erano d'accordo per un aumento dei tassi, ma più in là nel tempo; altri ancora hanno suggerito che l'aumento dei tassi non fosse necessario.

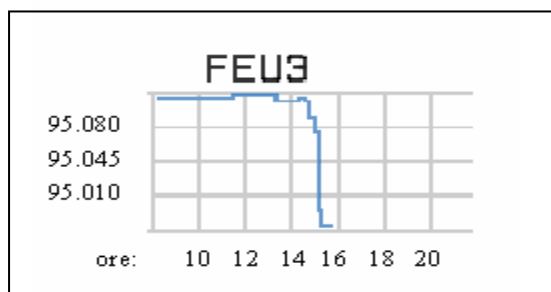
- Non si può quindi escludere che, dopo aver attentamente esaminato la situazione, nel prossimo incontro il Consiglio possa decidere di muovere i tassi di un “piccolo ammontare”, onde assicurare che le aspettative inflazionistiche di medio periodo rimangano strettamente ancorate alla definizione di stabilità del 2%. L'aumento, anche se non certo, è quindi possibile.
- "Piccolo ammontare" significa qualcosa dell'ordine di grandezza di 25 punti base.

Tutte le altre volte in cui era stato deciso all'unanimità (o quasi) di aumentare il Repo nella riunione successiva, il pubblico era stato avvertito dall'espressione “strong vigilance”. Questa volta le opinioni dei membri del Consiglio Direttivo erano tutt'altro che unanimi e l'espressione utilizzata, “heightened alertness”, diversa da quella standard sinora consolidata, sembra averlo voluto segnalare. Il fatto che l'aumento non sia stato introdotto già il 5 giugno sembrerebbe confermare l'opinione che la BCE continui nella sua prassi di allertare il mercato con un mese d'anticipo.

La risposta del mercato è stata rapidissima e il *timing* dell'adeguamento delle aspettative alle dichiarazioni di Trichet è ben visibile dal grafico dell'andamento *tick-by-tick* del *future* sull'Euribor a 3 mesi riportato da Eurex (FIG. 19): la discesa del prezzo del *future* (e quindi l'aumento del rendimento) è stata elevata (9 punti base) e l'aggiustamento è in gran parte concentrato attorno alle ore 15:00, cioè immediatamente dopo le spiegazioni del Presidente.

Nonostante Trichet abbia in seguito ulteriormente ribadito che la decisione sarà presa solo a luglio e che pertanto l'incremento del Repo è possibile, ma non certo (“It is not certain; it is possible”), il mercato ha reagito in maniera molto decisa considerando quindi l'intervento come *molto* probabile.

FIG. 19: L'andamento del future sull'Euribor (FEU3) il 5 giugno 2008



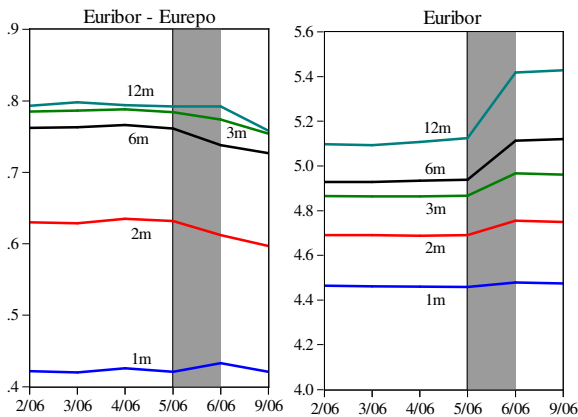
Fonte: Eurex.

Il contenuto inatteso delle dichiarazioni di Trichet ha portato infatti a un vero e proprio “salto” nelle aspettative e, di conseguenza, in tutti i rendimenti monetari (si vedano ancora le FIGG. 14 e 17). In particolare, il giorno dopo la riunione, in base ai dati sull'Eurepo a un mese, risulterebbe che il mercato assegnava una probabilità pari all'80% all'aumento di 25 punti base del Repo, non molto inferiore al 90-100% di probabilità che in precedenza veniva assegnato all'espressione “strong vigilance”.

Anche i rendimenti del mercato dell'Euribor hanno subito un significativo incremento tra prima e dopo la riunione del 5 giugno (a parte ovviamente il tasso a 1 mese che è vincolato al valore corrente del Repo). Il premio di rischio/liquidità dell'Euribor, misurato dal suo differenziale con l'Eurepo di pari *maturity*, ha invece subito - a parte la scadenza mensile - una flessione, come se il mercato avesse interpretato

positivamente il proposito di aumentare il tasso ufficiale come ulteriore segnale di rientro dalla crisi finanziaria. Vale la pena ricordare che l'attuale valore dell'Euribor a 1 mese corrisponde a quello che in passato sarebbe stato coerente con un tasso ufficiale del 4,25%, mentre, quello dai tre mesi è di circa 75 punti base più alto di quello che sarebbe stato, a parità di condizioni, senza la crisi dei *subprime*.

FIG. 20: L'Euribor e il suo differenziale col Eurepo (primi giorni di giugno)



Fonte: Euribor© e Eurepo. La linea verticale indica la riunione del Consiglio Direttivo del 5 giugno 2008.

La gestione della liquidità. La Banca Centrale Europea, pur non avendo seguito la Fed nella politica di riduzione dei tassi, ha, come la Banca Centrale Americana, immesso massicce dosi di liquidità nel sistema con l'obiettivo dichiarato di superare le fasi di massima tensione nei mercati monetari. A differenza di quanto avvenuto negli USA, però, la BCE non ha introdotto strumenti innovativi (come per es. la Fed con le TAF), limitandosi ad aumentare la forza espansiva dei suoi strumenti tradizionali per smussare le punte di maggiore tensione dei mercati, cercando nel contempo di evitare un'eccessiva creazione "permanente" di base monetaria.

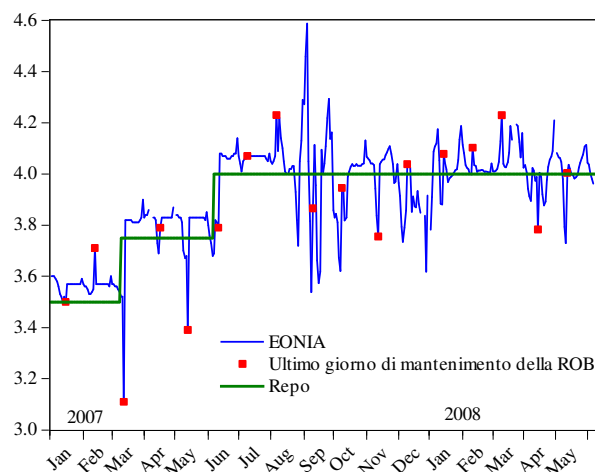
Si potrebbe dire che la strategia della BCE negli ultimi mesi sia "speculare" a quella in essere prima della crisi dei mutui *subprime*: fino al luglio 2007 tendeva a mantenere bassi i finanziamenti al sistema e li aumentava in caso di necessità, ora mantiene elevati i finanziamenti e riduce la liquidità se diventa eccessiva, in particolare alla fine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

Anche nell'attuale gestione di liquidità, comunque, la BCE ha posto particolare attenzione all'andamento dell'EONIA con l'obiettivo di mantenere questo tasso vicino al valore del 4% del tasso ufficiale (FIG. 21).

I punti salienti dell'attuale strategia sono: (a) la politica del cosiddetto "rifornimento anticipato" per le necessità di riserva obbligatoria; (b) le operazioni di *fine tuning* (regolamento puntuale) per immettere o togliere liquidità in relazione alle condizioni di liquidità del mercato; (c) il rifinanziamento a più lungo termine (ORLT). A questo si sono poi aggiunte in particolari occasioni le operazioni attivate in cooperazione con la Fed e altre banche centrali.

La politica di “rifornimento anticipato” è legata al periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e consiste nell’offrire nelle operazioni (settimanali) di rifinanziamento principale (ORP) - soprattutto quelle attivate all’inizio del periodo di mantenimento - un ammontare più elevato dell’“importo di riferimento” (o *benchmark*), corrispondente all’ammontare che consente alle controparti di ottemperare senza difficoltà all’obbligo di riserva nell’arco del periodo di mantenimento. In questo modo le banche si trovano a poter accedere ad una quantità di finanziamento più elevato di quello che in condizioni normali sarebbe il suo valore di equilibrio, da usare come cuscinetto in caso di penuria di liquidità senza bisogno che la Banca Centrale debba ogni volta attivare immissioni *ad hoc*. Al termine del periodo di mantenimento, in relazione alle condizioni di liquidità, possono essere attivate operazioni sia di finanziamento che di assorbimento della liquidità per mantenere l’EONIA vicina al Repo ed evitare un eccessivo accumulo di liquidità inoperosa. Per esempio, nel caso delle operazioni di rifinanziamento principali relative al periodo di mantenimento terminante il 13 maggio 2008, sono stati offerti i seguenti importi oltre il *benchmark*: 15 aprile 35 miliardi (+21%), 22 aprile 20 miliardi (+13%), 29 aprile 20 miliardi (+13%), 6 maggio 4 miliardi (+3%). Il 13 maggio, ultimo giorno di mantenimento, la liquidità era troppo abbondante e la BCE ha effettuato un’operazione di *fine tuning* (nella forma di “raccolta di depositi a tempo determinato”) che ha assorbito 23,5 miliardi e ha riportato l’EONIA al 4,004%, valore vicinissimo a quello del Repo.

FIG. 21: Andamento dell’EONIA



Fonte: BCE e Eonia®.

Anche il rifinanziamento a più lungo termine è stato utilizzato per creare liquidità dall’inizio del 2008 fino alla fine di maggio: sono state attivate 9 operazioni (esattamente quanto quelle di *fine tuning*) per 435 miliardi, di cui, però, in parte destinati a compensare altrettante operazioni nel frattempo scadute, così che la creazione netta di liquidità è stata di 200 miliardi. Queste operazioni sono tutte a scadenza tre mesi, a parte quella di 25 miliardi del 2 aprile che è semestrale.

L’11 marzo, infine, in un periodo di grave pressione nel mercato monetario americano, la BCE, come già avvenuto a dicembre e gennaio, ha annunciato (in cooperazione con la Fed e le altre banche centrali del G10) l’erogazione alle controparti dell’Eurosistema (fino a un massimo di 15 miliardi e dietro collaterale in euro) di fondi in dollari ricevuti tramite *swaps* dalla Fed di New York. La Banca Centrale Europea ha anche comunicato la sua intenzione di continuare ad offrire dollari anche nel periodo successivo e il 2 maggio l’ammontare dei dollari offerti è stato elevato a 25 miliardi.

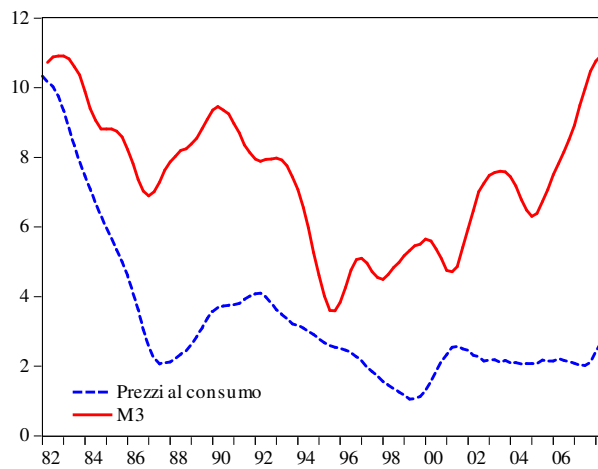
Tutte queste operazioni, attivate soprattutto con lo scopo di ridurre le pressioni nel mercato monetario – e compensate, all’esaurirsi di queste tensioni, dalle operazioni di *fine tuning* – hanno comunque portato, come nel caso degli USA, a un incremento complessivo di base monetaria relativamente modesto. Dal 15 gennaio 2008 (ultimo giorno del mantenimento della riserva obbligatoria relativa al dicembre 2007) al 13 maggio (ultimo dato disponibile), l’aumento della base monetaria totale è stato di soli 6,3 miliardi di euro, corrispondente allo 0,7% del totale (da 876,5 a 870,2). Nello stesso periodo, inoltre, la riserva obbligatoria è cresciuta da 199,8 a 207,8 miliardi, le riserve in eccesso sono scese da 1,1 a 0,6 miliardi, e la base monetaria presso il settore non bancario è passata da 669,3 a 667,6 miliardi (nella quasi totalità costituita da banconote in circolazione).

Data l’esiguità di queste cifre, parlare di una crescita della liquidità - così “enorme” da essere pericolosa per le spinte inflazionistiche che potrebbe generare - sembra assolutamente fuori di luogo. Anche considerando che la M3 sta aumentando e che la M3 è l’aggregato considerato anticipatore dell’inflazione, c’è qualche sincero dubbio che la M3 stia aumentando per effetto delle operazioni attivate per contrastare la crisi finanziaria; c’è anche qualche sincero dubbio sul fatto che l’attuale aumento dell’inflazione sia imputabile alla crescita di questo aggregato.

Si consideri infatti la FIG 22 che riporta le medie mobili di 18 termini della crescita della M3 e dei prezzi nella zona-Euro dal 1982 al primo trimestre 2008. Tale figura è il semplice aggiornamento di un grafico che, fermo al 1999, serviva fino a qualche anno fa alla BCE per “dimostrare” la capacità segnaletica di medio periodo della M3 che, effettivamente, all’inizio anticipava l’inflazione di alcuni trimestri. Come

si vede, però, negli ultimi anni il legame non esiste più: la M3 ha continuato a salire con grosse fluttuazioni, ma l’inflazione è rimasta relativamente piatta. Sostenere che il legame tra i due andamenti sia ancora “stringente” è, a nostro parere, quanto meno irrealistico.

FIG. 22: Tassi di crescita della M3 e inflazione (medie mobili di 18 mesi)



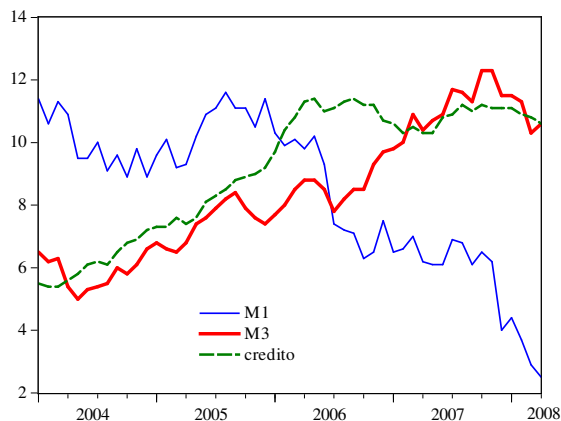
Fonte: BCE e Datastream; medie mobili di 18 mesi.

La crescita degli aggregati e le condizioni del mercato del credito. In Europa la crescita degli aggregati rimane elevata nonostante tutte le vicissitudini legate alla crisi finanziaria (FIG. 23).

Come la BCE sottolinea in tutte le Conferenze Stampa del Presidente, non ci sono significativi segni di razionamento nel mercato dei prestiti. Il temuto *credit crunch* non si è quindi manifestato e la crescita della M3, costituita in gran parte dalla raccolta bancaria, è particolarmente elevata. La diminuzione della M1 (in pratica la somma del circolante più i depositi a vista) è in flessione, perché l’aumento dei tassi rende conveniente passare a forme più remunerative e più legate ai tassi correnti, come CD, pct, fondi monetari, etc. che sono contenuti nella M3, e

quindi senza creare rilevanti vincoli quantitativi per l'erogazione dei prestiti.

FIG. 23: Tassi di crescita di M3, M1 e credito nella zona-Euro



Fonte: BCE.

A maggio 2008 sono uscite pressoché contemporaneamente le indagini trimestrali della BCE e della Fed sulle condizioni dei mercati creditizi che, pur se non favorevoli, non risultano così preoccupanti come ci si poteva attendere fino a qualche tempo fa.

I dati, riferiti ad aprile, segnalano in entrambe le economie un inasprimento delle condizioni a cui il credito è erogato tra il primo trimestre di quest'anno e l'ultimo del 2007. Per quanto riguarda le imprese, in Europa l'inasprimento si è verificato nel 49% dei casi (contro il 41% nel trimestre precedente). Tale inasprimento è stato generalmente ottenuto con una modifica del *pricing*: lo *spread* è stato aumentato nel 62% dei casi (38% nel trimestre precedente), percentuale che, per i prestiti più rischiosi, sale al 72% (59%). L'irrigidimento delle condizioni ha comunque colpito più le imprese grandi delle piccole: +53% (44%) per le prime (colpite anche da un maggior irrigidimento delle condizioni

non pricing) e +35% (37%) per le seconde; esso è stato inoltre maggiore per le operazioni a più lunga scadenza e ha coinvolto anche la richiesta di maggiori garanzie, ecc.

Negli USA l'inasprimento delle condizioni del credito non è molto lontano dalla falsariga di quello europeo, e anche lì ha colpito più le grosse imprese (+55% contro il +30% del precedente trimestre) che le piccole (+50% contro +30%). Anche in America il restringimento è stato soprattutto ottenuto con un aumento dello *spread* rispetto al costo della raccolta (+70% contro il precedente +45% per le grosse imprese, +65% contro il precedente 30% delle piccole).

In entrambe le zone geografiche l'irrigidimento viene spiegato soprattutto con l'andamento generale dell'economia e del settore industriale in cui opera l'impresa finanziata. Non viene invece data molta rilevanza al problema del reperimento del *funding*, importante invece in caso di *credit crunch*. Negli Usa un ulteriore elemento di questo irrigidimento è ricondotto alla minor tolleranza verso il rischio da parte delle banche. In entrambi i casi, dall'inchiesta emerge che la domanda di credito è piuttosto debole.

Per quanto riguarda le famiglie, le condizioni sui mutui nella zona-Euro sono state rese più rigide nel 33% dei casi (+21% nell'ultimo trimestre dello scorso anno), mentre la domanda è in significativa flessione (-57% contro -36%). Lo stesso vale, ma in maniera meno accentuata, per i prestiti al consumo: l'inasprimento riguarda il 19% dei casi (era il +10%) e la domanda si è ridotta del -13% (-11%).

Negli Stati Uniti l'inasprimento delle condizioni è stato molto elevato nel settore dei mutui (+80%), indipendentemente dal fatto che si tratti di mutui *prime* o *subprime*; anche la domanda si è molto ridotta, in particolare nel caso dei



subprime (-65%), ma la tendenza non si allontana molto da quella rilevata nelle precedenti *survey*.

In America un significativo irrigidimento sta avvenendo nel settore delle carte di credito (+30% contro +10% nel trimestre precedente), con una diminuzione del credito garantito dalla banca per i consumatori sotto un certo *scoring*. Anche il credito al consumo ha visto un inasprimento delle condizioni nel +45% dei casi (+30% un trimestre fa), in presenza di domanda in calo. Le condizioni del credito alle famiglie desta qualche preoccupazione nella Fed, stante la rilevanza della domanda per consumo tra le componenti della domanda aggregata. Come nel caso dei mutui, anche nel caso delle carte di credito la Banca Centrale Americana sta intervenendo a favore dei debitori e, il 2 maggio 2008, ha proposto nuove regole che riguardano, in particolare, la proibizione di certe pratiche di *predatory lending* e di aumenti arbitrari dei tassi, con la richiesta di concedere ai consumatori un lasso di tempo ragionevolmente lungo per i pagamenti.

9. Una sintesi

L'analisi condotta sul settore finanziario e creditizio negli Stati Uniti e in Europa ha messo in evidenza taluni fenomeni di cui i principali sono i seguenti.

- La crisi finanziaria è al momento sotto controllo, ma i mercati monetari non sono tornati alla normalità: il differenziale tra il Libor (o l'Eribor) e l'OIS (o l'Eurepo) resta elevato per tutte le scadenze. Il pericolo di altre crisi non è quindi completamente eliminato. Sorprese sono (purtroppo) ancora possibili.
- Le banche centrali – Fed *in primis* – hanno cercato di arginare le crisi con massicce iniezioni di liquidità: la crisi finanziaria è stata considerata in assoluto il “problema” da

contrastare ad ogni costo. Queste forti iniezioni di liquidità non hanno comunque avuto effetti significativi sullo stock tendenziale di base monetaria.

- La Fed ha attivato anche operazioni che suonano eterodosse se interpretate sulla base della teoria economica tradizionale. Essa sta ora promuovendo tutta una serie di regolazioni per evitare che un fenomeno di crisi simile a questo possa ripetersi nel futuro e per evitare il sorgere di *moral hazard*.
- La gestione del rischio va ripensata. Strumenti adatti in condizioni normali diventano inadeguati nei periodi di crisi e di contagio. Anche la gestione del rischio di liquidità va potenziata.
- Le attività il cui fondamentale è di difficile valutazione vanno sempre considerate potenzialmente rischiose, indipendentemente dal loro *rating* e dalla loro passata *performance*: quello che è successo alle cartolarizzazioni dei *mortgages*, agli strutturati, ai derivati sul credito, etc., *non* è successo alle obbligazioni *corporate*!
- Gli istituti che erogano il credito devono tornare a comportarsi come “istituti che erogano il credito”, indipendentemente dalle cartolarizzazioni, etc.: una delle cause della crisi è la caduta degli standard applicati alla clientela ammessa ai finanziamenti. Su questo la Fed è molto chiara e determinata.
- Nel caso americano, la Fed si è dovuta misurare anche con una recessione. La Banca ha così ridotto massicciamente i tassi d'interesse per stimolare l'economia.
- Il temuto *credit crunch* non c'è stato. La domanda di credito si è ridotta e sono stati aumentati gli *spread* per il rischio, ma grosse difficoltà di *funding* non sono state sinora segnalate. La Fed sta inoltre cercando di aiutare i mutuatari in difficoltà. Desta però

preoccupazione la situazione del credito al consumo (e del settore delle carte di credito) in USA.

- Durante gli ultimi mesi al problema dell'inflazione è stato dato un peso relativamente basso, proprio mentre il pericolo per la stabilità dei prezzi stava aumentando a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime e degli alimentari e le previsioni inflazionistiche peggioravano (TAB. 7). Secondo diversi analisti si è trattato in parte di manovre speculative destinate a ridimensionarsi. Questo però non significa che l'inflazione tornerà subito a livelli normali. Occorre quindi una particolare vigilanza da parte delle banche centrali che, attualmente, hanno accumulato una grande capacità di influenzare le aspettative del pubblico: l'improvviso aumento generalizzato dei tassi europei dopo l'ultima riunione delle BCE sta a dimostrare la rilevanza delle "parole" nel manovrare i mercati.

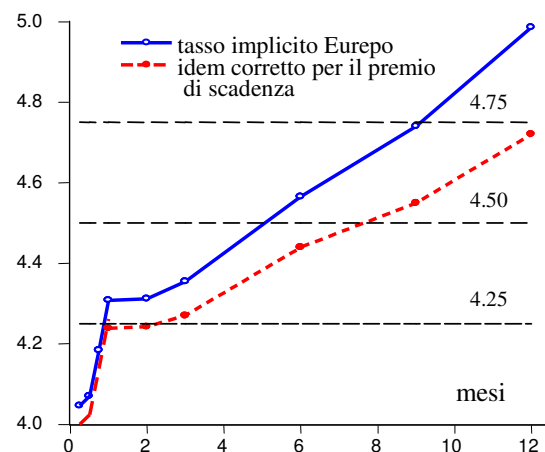
TAB. 7: L'evoluzione delle aspettative su crescita e inflazione

	data	Crescita PIL		inflazione	
		2008	2009	2008	2009
Eurosystem staff projections	mar	1,3-2,1 (1,7)	1,3-2,3 (1,8)	2,6-3,2 (2,9)	1,5-3,7 (2,1)
IMF	apr	1,4	1,2	2,8	1,9
EC	apr	1,7	1,5	3,2	2,2
SPF	apr	1,6	1,6	3,0	2,2
CEF	mag	1,5	1,6	3,1	2,1
OECD	giu	1,7	1,4	3,4	2,4
Eurosystem staff projections	giu	1,5-2,1 (1,8)	1,0-2,0 (1,5)	3,2-3,6 (3,4)	1,8-3,0 (2,4)

Sources: IMF= IMF World Economic Outlook, EC= European Commission Economic Forecasts, SPF= Survey of Professional Forecasters, CEF= Consensus Economics Forecasts, OECD = OECD forecasts.

- Negli USA la fase di tassi calanti è terminata e nella zona-Euro è iniziata una fase al rialzo. A proposito dell'evoluzione dei tassi nella zona-Euro, la FIG. 24 mostra come il mercato ormai si attenda un aumento di 25 punti base nella prossima riunione delle BCE e di altrettanti entro 5-8 mesi. La curva del *future* sull'Euribor (qui non riportata) suggerisce che la successiva fase di diminuzione dei tassi sarebbe rinviata a non prima della primavera inoltrata nel 2009.

FIG. 24: Le aspettative del mercato (valori rilevati il 19 giugno 2008)



Fonte: Europeo e nostre elaborazioni.

2. LE RECENTI TENDENZE NEI MERCATI FINANZIARI ♦

La situazione finanziaria mondiale sta scontando gli effetti della fase critica che ha avuto inizio l'estate scorsa. Il fortissimo sviluppo della finanza strutturata aveva incentivato gli intermediari finanziari ad incrementare la quantità di credito a parità di capitale investito, contribuendo *de facto* ad aumentare fortemente la quantità di rischio complessivamente assunto. Una volta scoppiata, la crisi ha generato ripercussioni globali più contenute di quanto originariamente temuto, anche grazie al contributo alla crescita mondiale fornito dalle economie emergenti.

La visione di *consensus* attualmente prevalente tra gli operatori assume che i paesi di nuova industrializzazione potranno superare la fase di rallentamento americana solo se quest'ultima non sarà duratura; nel breve termine la loro domanda interna dovrebbe riuscire a compensare un rallentamento dell'*export*. In particolare, i mercati emergenti potranno proseguire nella loro crescita e sostenere la congiuntura mondiale se il rallentamento americano sarà di tipo "*V shape*" (rallentamento economico seguito da una pronta ripresa). Al contrario, qualora il rallentamento USA si rivelasse di tipo "*U shape*" oppure "*W shape*" (rallentamento economico seguito da una prolungata fase di stagnazione, se non addirittura da un secondo crollo), la situazione per gli stessi emergenti – oltre che per il sistema economico e finanziario globale – sarebbe decisamente più complicata.

A livello globale i dati più recenti mostrano aspettative in relativo miglioramento che interpretano positivamente la pur limitata

crescita che l'economia statunitense ha mostrato nella prima parte dell'anno.

La crisi delle obbligazioni strutturate ormai divenute illiquide continua a pesare sul bilancio delle istituzioni creditizie internazionali.

Tale fenomeno ha generato importanti minusvalenze nei conti economici delle banche (TAB. 1), che hanno richiesto e tuttora richiedono consistenti aumenti di capitale per ricostituire l'*equity base*.

TAB. 1: Entità delle perdite/svalutazioni (valori in miliardi di dollari, valutazione al mese di maggio 2008)

	Svalutazioni	Perdite	Totale
Citigroup	35,3	5,6	40,9
UBS	38,2		38,2
Merrill Lynch	31,7		31,7
RBS	15,2		15,2
BOA	9,2	5,7	14,9
Morgan Stanley	12,6		12,6
HSBC	3,0	9,4	12,4
JPM	0,5	4,2	9,7
Credit Suisse	9,0		9,0
Wash. Mutual	0,3	8,0	8,3
Deutsche Bank	7,6		7,6
Wachovia	4,6	2,4	7,0
Credit Agricole	6,4		6,4
HBOS	5,9		5,9
Sogen	4,0		4,0
Fortis	3,7		3,7
Dresdner	3,4		3,4
Wells Fargo	0,6	2,7	3,3
Lehman	3,3		3,3
Barclays	3,2		2,0
WestLB	3,2		3,2
Bear Stearns	3,2		3,2
Goldm	3,0		3,0
ABN	2,4		2,4
BNP Par.	1,3		1,6
UniCredit	1,5		1,5
Lloyds TSB	1,3		1,3
Commerz	1,3		1,3

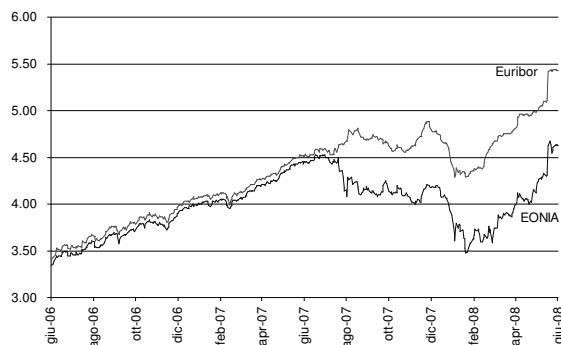
Le difficoltà delle banche nel reperire risorse hanno generato tensione nei tassi del mercato

♦ A cura di Alberto Banfi, Francesca Pampurini, Alberto Schiavi e Gianfranco Venuti.

interbancario per le scadenze fino a 12 mesi. In Europa l'Euribor a 3 mesi si è portato attorno al 5%, nonostante le autorità monetarie abbiano mantenuto stabili i tassi ufficiali ed abbiano fornito abbondante liquidità al mercato.

A conferma delle tensioni presenti sul mercato, lo *spread* Euribor-Eonia, solitamente su livelli minimi, si è notevolmente allargato fino a 60 bps (FIG. 1). Il tasso Eonia sconta un livello di rischio contenuto, viceversa l'Euribor, che riflette le politiche di *funding* delle banche, evidenzia un grado di rischio crescente. Tale andamento evidenzia difficoltà da parte delle banche a “prestare” fondi, a causa delle preoccupazioni sulla qualità/solvibilità dei debitori.

FIG. 1: Tassi Euribor ed EONIA



Fonte: Datastream.

Sui mercati finanziari di tanto in tanto si riaffaccia il timore che la crisi possa essere più lunga e più pesante di quanto previsto e si teme un rallentamento del credito da parte di un sistema finanziario in difficoltà. Rimane inoltre il dubbio che la politica “di pulizia” fin qui svolta non sia ancora giunta al termine e che i consistenti aumenti di capitale che la hanno accompagnata si possano dimostrare inadeguati per coprire i possibili, nuovi maggiori deficit di bilancio. Si pone quindi il problema da parte degli investitori di valutare la convenienza a partecipare a tali operazioni di ricapitalizzazione

che sinora hanno visto il fattivo contributo anche dei fondi sovrani, suscitando però dubbi relativi ai condizionamenti e ai riflessi sulla gestione dei grandi operatori da loro finanziati da questi ultimi¹.

1. Il sistema bancario internazionale

Come è noto, il settore bancario ha avuto un ruolo fondamentale nelle vicende che hanno caratterizzato sia il periodo precedente lo scoppio della crisi che quello successivo. Le banche sono state l'anello di congiunzione tra la crisi del settore immobiliare e l'andamento macroeconomico.

Le grandi banche americane rappresentano senza dubbio la categoria maggiormente colpita dalla crisi a causa della loro esposizione verso il settore immobiliare che ha generato forti perdite; anche in Europa vi sono stati casi particolarmente problematici, soprattutto in territorio anglosassone, mentre meno colpito è stato il bacino continentale.

Le banche statunitensi

La situazione generale delle banche americane appare ancora critica, soprattutto se si considerano le *investment bank* che non godono di un accesso diretto alla raccolta ma che dipendono per il loro *funding* dal mercato interbancario, se non dalla Fed in ultima istanza. Le difficoltà a livello di bilancio sono reali e perplessità lecite si hanno soprattutto se si

¹ Per comprendere appieno la portata politica di tali problematiche si pensi al recente intervento del Cancelliere Merkel che ha manifestato notevoli dubbi circa la bontà dell'ingresso dei *Sovereign Funds* nel capitale delle grandi istituzioni finanziarie e delle grandi realtà industriali, che rappresentano uno dei principali “fattori strategici” del sistema economico di ciascun paese.

guarda al peso dei titoli in portafoglio valutati con “metodi di stima”.

Sebbene, da un lato, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Citigroup abbiano fortemente svalutato molti loro crediti, dall’altro hanno inserito in una sezione particolare del bilancio (definita livello 3), crediti di dubbia valutazione.

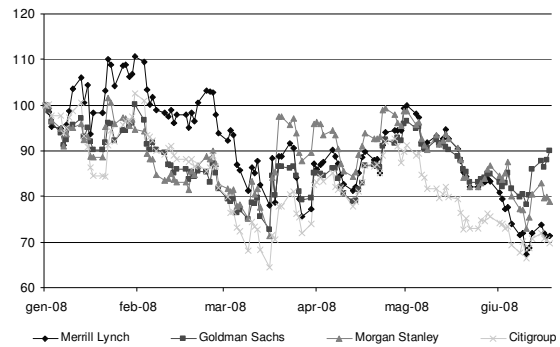
Il livello 3 è, infatti, una zona d’ombra; le regole contabili impongono d’iscrivere a bilancio i titoli a valore di mercato e ciò non rappresenta un problema finché si tratta di obbligazioni quotate, con rilevazione quotidiana dei prezzi. Risulta invece più difficile valutare correttamente altri titoli (quali le obbligazioni strutturate) il cui prezzo viene stimato mediante calcoli matematici; essi, infatti, vengono iscritti in bilancio ad un valore “teorico” calcolato dalla banca stessa. In un momento in cui la credibilità delle banche è molto bassa, da più parti si solleva un lecito dubbio sull’attendibilità delle poste contenute in tale livello 3 dei bilanci delle banche interessate (tenuto conto altresì dell’entità di tali partite) (TAB. 2).

TAB. 2: Partite iscritte a Livello 3 – miliardi di dollari

	Livello 3	Capitalizzazione
Merryl Linch	82,4	48,6
Goldmann Sachs	96,4	80,0
Morgan Stanley	78,0	52,0
Citigroup	160,0	125,0

Si stima, infatti, che le maggiori istituzioni finanziarie americane abbiano circa 400 miliardi di obbligazioni di difficile valutazione a fronte di una capitalizzazione di poco superiore ai 300 miliardi. Tali difficoltà si sono immediatamente riflesse nella quotazione azionaria che ha subito un progressivo calo a seguito della perdita di fiducia da parte del mercato (FIG. 2).

FIG. 2: Andamento quotazioni azionarie delle principali banche americane (Gennaio 2008 = 100)



Fonte: Datastream.

1.2. Le banche europee

Le difficoltà finanziarie si sono velocemente estese dagli Stati Uniti a quegli altri paesi che hanno visto una lunga fase di speculazione immobiliare.

Particolarmente colpito è stato il mercato immobiliare inglese. Dopo anni di forte espansione degli investimenti nel settore *real estate* è sopraggiunta la crisi, la cui violenza è stata tale che una delle principali banche del Regno Unito (la Royal Bank of Scotland) ha visto registrare nel periodo perdite per 4 miliardi di sterline che l’hanno obbligata a varare un consistente aumento di capitale² e a predisporre un piano di tagli e dismissioni di partecipazioni. Nonostante questi interventi è sensazione diffusa che la ricapitalizzazione sia stata alquanto difficoltosa e che potrebbe non essere sufficiente per portare in equilibrio i *ratios* della banca (FIG. 3).

² L’aumento di capitale è stato in parte utilizzato per finanziare la recente acquisizione di ABN Amro avvenuta in un momento in cui i mercati azionari si trovavano ai loro livelli massimi, poco prima della crisi del credito.

FIG. 3: Andamento delle quotazioni azionarie di Royal Bank of Scotland (2008)



Fonte: Datastream.

Analoga situazione ha colpito il mercato bancario francese. Il Credit Agricole, che si era proposto quale caposaldo di fronte alle difficoltà manifestate da Société Générale, ha dovuto ad un certo punto dichiarare, con non poca preoccupazione, le proprie difficoltà (FIG. 4).

Le svalutazioni dei crediti e le problematiche sui prodotti derivati hanno generato 1,2 miliardi di euro di perdite nel primo trimestre dell'anno rendendo necessario un aumento di capitale di 5,9 miliardi di euro. Anche se la causa principale delle difficoltà risiede nella componente "finanziaria" della banca Calyon (e non intacca l'attività tradizionale dell'istituto), la notizia è grave e dimostra ancora una volta la capillarità della crisi finanziaria.

Anche in questo caso sarà necessario procedere ad un consistente aumento di capitale che comunque non sembra rassicurare gli operatori, come evidenziato dalla quotazione del titolo Credit Agricole alla borsa di Parigi. Tuttavia la forza degli azionisti di controllo – appartenenti al settore pubblico allargato e pronti a sottoscrivere anche l'eventuale inoptato – rassicura sul futuro dell'Istituto.

FIG. 4: Andamento delle quotazioni azionarie di Crédit Agricole (2008)

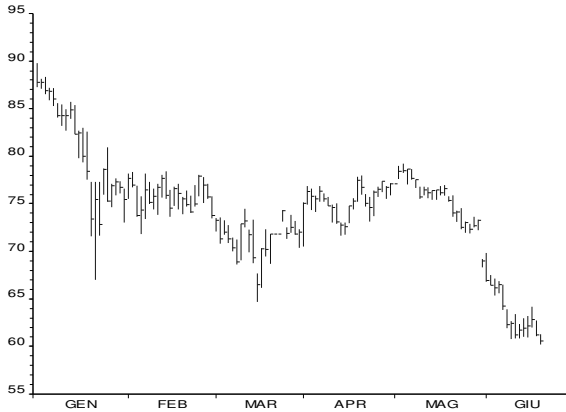


Fonte: Datastream.

In Germania, oltre alle difficoltà finanziarie (FIG. 5), si sta manifestando un problema di natura legale, per le banche esposte sul mercato immobiliare. Emblematico è il caso della Deutsche Bank che ha subito un duro colpo allorché un giudice dell'Ohio ha emesso una sentenza in cui dichiarava che la banca non aveva il diritto di pignorare 14 abitazioni i cui proprietari non erano riusciti a rispettare le scadenze del mutuo³.

³ Quando il giudice ha chiesto alla banca di esibire i documenti che provavano il suo diritto, la stessa non ha potuto farlo. La base comprovante il credito non poteva essere esibita, non esisteva il documento originale fisico e pertanto le abitazioni erano impignorabili. Senza tale documento un creditore non può comprovare il proprio diritto. Il fenomeno della "cartolarizzazione globale", con le banche che compravano migliaia di ipoteche che poi "raggruppavano", ha finito per ritorcersi contro chi le aveva create rendendo impossibile recuperare l'ipoteca originaria.

FIG. 5: Andamento delle quotazioni azionarie di Deutsche Bank



Fonte: Datastream.

Tra le istituzioni finanziarie maggiormente colpite dalla crisi spicca il colosso elvetico del credito UBS.

La grande banca, leader mondiale del risparmio gestito, ha infatti evidenziato una situazione dei conti quasi drammatica: le perdite sui mutui *subprime* e su tutta l'area del credito collegato hanno obbligato la banca a registrare perdite multimiliardarie (FIG. 6), a cambiare il *top management* e ad effettuare due aumenti di capitale, di cui uno riservato e un altro aperto a tutti gli azionisti, al fine di mantenere un livello di patrimonializzazione sufficiente. Ciò ha comportato l'entrata nel capitale di un fondo sovrano (Singapore) e di un investitore arabo ignoto che hanno in pratica portato al cambio di proprietà della banca la quale, di fatto, non può più essere considerata una *public company*, vista la rilevanza assunta dai nuovi azionisti.

FIG. 6: Andamento delle quotazioni azionarie di UBS



Fonte: Datastream.

Le banche italiane, che erano rimaste ai margini del processo di cartolarizzazione dei mutui (probabilmente non per scelta ma per effetto di dimensioni non adeguate e di scarso *know how* verso tale *business*), sono state colpite di riflesso dalla crisi. Anch'esse hanno avuto problemi di liquidità ed hanno visto il costo del *funding* salire in maniera rilevante, ma essendo ai margini del sistema non hanno subito perdite analoghe a quelle dei loro concorrenti.

A livello internazionale le notizie negative arrivano non solo dal comparto bancario, ma anche da altri operatori del sistema finanziario:

- AIG, primo gruppo assicurativo mondiale, ha registrato nel primo trimestre 2008 perdite per 7,8 miliardi di dollari, dopo svalutazioni per 9,11 miliardi (11 miliardi nell'ultimo trimestre del 2007), ed ha appena portato a termine una vendita di azioni per 20 miliardi di dollari;
- Allianz, primo gruppo assicurativo europeo, ha dovuto sopportare nel primo trimestre 2008 un consistente ridimensionamento degli utili a causa del risultato della controllata Dresdner Bank, che ha manifestato una perdita operativa di 453 miliardi di euro dopo aver registrato svalutazioni per 845 miliardi.

Le conseguenze per le istituzioni finanziarie sono tuttavia destinate a farsi sentire ancora per molto tempo; gli effetti della crisi continueranno ad incidere sui conti economici delle banche, dal momento che verrà meno il flusso di reddito derivante dalle operazioni che ne hanno caratterizzato l'attività nel recente passato e che oggi rappresentano il principale oggetto di preoccupazione. Inoltre, l'operatività tradizionale risentirà delle difficoltà del contesto generale (con il rischio che si apra uno scenario di "potenziale" *credit crunch*).

2. I mercati obbligazionari

Il mercato obbligazionario ha vissuto un periodo contrastato a causa dei dati economici americani particolarmente deludenti.

Gli *spread* dei *corporate bond* hanno seguito, nel loro evolversi, l'andamento della crisi finanziaria che ha determinato un loro generalizzato allargamento: ciò è risultato particolarmente evidente per i *bond* di emanazione bancaria e per i *Credit Default Swap*, collegati al settore bancario, che si sono notevolmente allargati. Parallelamente si è assistito ad un incremento del costo della protezione sui titoli speculativi, come rilevabile dall'andamento dell'indice Itraxx (FIG. 7), che di fatto evidenzia un incremento del rischio di *default* di tali titoli.

FIG. 7: Andamento dell'indice Itraxx nel 2007 e 2008



Fonte: Datastream.

Gli *spread* creditizi, che già da parecchi mesi scontavano le inquietudini degli operatori circa la reale debolezza dell'economia americana, hanno toccato il loro massimo nella prima parte dell'anno a causa delle crescenti tensioni che si sono generate nel settore finanziario⁴.

La fase di intensa e crescente volatilità che ha caratterizzato i mercati internazionali del credito e il continuo innalzamento degli *spread* sono stati indotti dalle pesanti svalutazioni operate dagli istituti finanziari e dal continuo afflusso di notizie negative provenienti dal settore dell'edilizia residenziale statunitense⁵.

A contribuire ulteriormente all'aggravarsi del clima di fiducia dei mercati creditizi hanno giocato anche altri due fattori che si sono manifestati agli inizi dell'anno: il deludente andamento del mercato del lavoro statunitense e

⁴ Fortunatamente le banche italiane, con una forte base di raccolta *retail*, una contenuta presenza internazionale e lo svolgimento di una attività bancaria "classica" non dovrebbero soffrire del contesto finanziario assai critico che, per ora, colpisce gli istituti specializzati nella "finanza innovativa". Le obbligazioni emesse dalle banche italiane hanno sofferto della sfiducia generale verso il settore: gli *spread* si sono allargati ed il *funding* istituzionale è divenuto più oneroso.

⁵ Cfr. BIS *Quarterly Review*, marzo 2008.

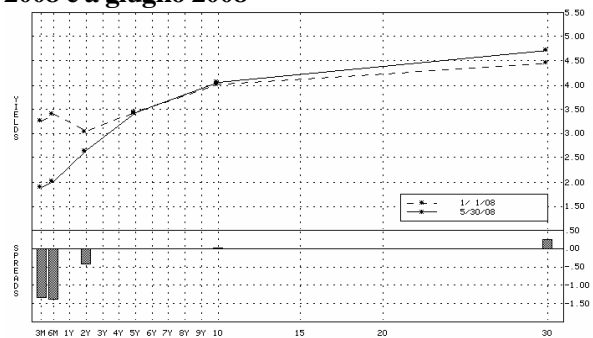
l'elevata quota (il 90% circa) di mutui *subprime* che nel corso dell'anno vedranno la ridefinizione della rata di rimborso⁶.

La persistenza di una situazione di debolezza del mercato del credito e l'emergere di dubbi circa la capacità di offerta e allocazione del credito da parte del sistema finanziario hanno protratto le tensioni all'interno del settore finanziario: le emissioni di titoli garantiti si sono contratte e il mercato dei titoli *high yield* si è arrestato⁷. È proprio in questo clima di sfiducia generale che si collocano gli annunci delle ingenti svalutazioni operate dalle grandi banche. A complicare ulteriormente il quadro hanno contribuito anche le perdite sulle assicurazioni relative a strumenti strutturati che hanno di riflesso provocato un rapido *downgrading* dei garanti finanziari *monoline* che garantiscono titoli di debito pubblici e di finanza strutturata.

La situazione del mercato obbligazionario ha iniziato timidamente a migliorare a seguito dell'intervento della Fed a favore di Bear Stearns: nel sistema si è diffusa la consapevolezza che nessuna banca verrà lasciata fallire. Ad innalzare il clima di fiducia tra gli operatori hanno contribuito anche gli annunci superiori alle aspettative relativi agli utili del primo trimestre 2008 delle principali banche del sistema e l'annuncio di un PIL trimestrale lievemente migliore del previsto. L'ottimismo si è riflesso pressoché immediatamente sull'andamento degli *spread* che, per la prima

volta dopo un lungo periodo, hanno iniziato a ridursi, soprattutto per i titoli del settore finanziario e per quelli di tipo *investment grade*. Le curve dei tassi americana ed europea, praticamente piatte dall'inizio dell'anno, hanno cominciato a divergere. Negli Stati Uniti si è assistito ad un brusco movimento della parte a breve della curva che è divenuta più ripida, anticipando le problematiche inflative (FIG. 8).

FIG. 8: Tassi di interesse americani a gennaio 2008 e a giugno 2008

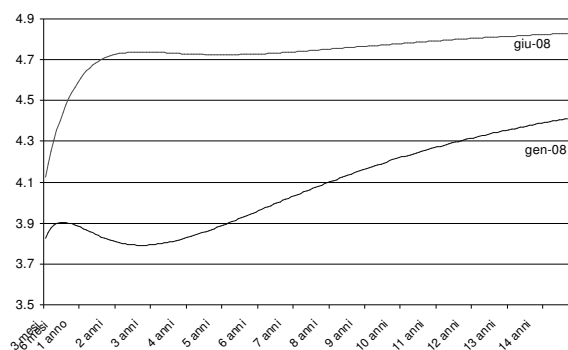


Fonte: Bloomberg.

La curva dell'area Euro ha assunto negli ultimi mesi una forma inusuale, probabilmente a causa delle tensioni del sistema bancario e dei timori di una potenziale crisi di solvibilità dei maggiori operatori. All'inizio del mese di giugno i tassi a breve termine hanno subito un forte rialzo rispetto ai tassi sulle altre scadenze, sulla scia dell'andamento dei tassi del mercato interbancario (FIG. 9). Questo movimento potrebbe essere stato indotto dal diffondersi della convinzione tra gli operatori che le tensioni inflazionistiche continueranno ancora per i prossimi 12-18 mesi, dopo i quali potrebbe aversi un rallentamento dei prezzi ed eventualmente un cambiamento nell'orientamento della Banca Centrale. Questa ipotesi è confermata dall'andamento del mercato dell'*inflation swap* (che esprime le aspettative circa l'inflazione futura) che ha recentemente subito una correzione.

⁶ La maggior parte dei mutui *subprime* prevede un piano di rimborso a tasso variabile preceduto da un cosiddetto "periodo di grazia" in cui il debitore rimborsa unicamente le quote interessi. Allo scadere del periodo di grazia la rata subisce un brusco aumento dovuto al fatto che inizia anche il piano di rimborso delle quote capitali. Le famiglie meno abbienti si troveranno quindi a dover sostenere una rata notevolmente più elevata proprio nel momento di maggior crisi.

⁷ CFR Bis marzo 2008.

FIG. 9: Curva dei tassi dell'area euro


Fonte: Datastream.

3. I mercati azionari

I mercati azionari hanno risentito sostanzialmente degli stessi timori che hanno gravato sul mercato del credito.

Già alla fine del 2007 avevano sperimentato una fase di debolezza con un aumento della volatilità, ma è solo con il mese di gennaio che i mercati sono stati investiti da una massiccia ondata di vendite cominciando a scontare il peggioramento del quadro congiunturale e le difficoltà collegate al settore del credito. Anche le borse giapponesi ed europee hanno subito il deterioramento della situazione statunitense perdendo oltre 15 punti percentuali rispetto all'inizio dell'anno. Analogamente a quanto accaduto nel comparto obbligazionario, sono i titoli bancari e assicurativi ad aver subito le maggiori perdite. A partire dal secondo trimestre il timido ottimismo che ha investito i mercati ha esteso i suoi effetti anche al comparto azionario e, in particolar modo, a quello dei titoli finanziari.

Nel complesso, si è altresì assistito ad una progressiva riduzione della volatilità dei prezzi, anche se ciò non può ancora essere interpretato come un fenomeno duraturo, visto che recentemente si sono registrate sedute di borsa caratterizzate da forti oscillazioni degli indici.

La politica monetaria espansiva adottata dalla Fed e il “*sentiment*” generalmente ancora positivo per la clientela *retail* hanno permesso di limitare i danni. Attualmente la politica monetaria resta ancora favorevole all'investimento azionario, essendo tuttora espansiva quella della Fed e attendista quella della BCE.

Sul fronte degli utili delle società, il *consensus* di mercato sul *trend* per l'anno corrente era visto ad inizio anno in crescita dell'8%; successivamente è stato tagliato del 50%, mentre attualmente la maggior parte degli operatori non si aspetta particolari incrementi, propendendo piuttosto per una loro sostanziale stabilità.

In tale contesto le attese degli operatori paiono moderatamente negative e tra loro si sta via via manifestando una maggior cautela. I prezzi correnti, più che “un'opportunità d'acquisto”, potrebbero rivelarsi come una “*value trap*”, in quanto le analisi del *fair value*, basate su valori degli utili storici non aggiornati alla luce della nuova congiuntura, potrebbero fornire risultati fuorvianti ed eccessivamente positivi.

I mercati hanno dunque vissuto una fase di elevata volatilità alla quale si è accompagnata una visione prospettica moderatamente negativa. I *ratios* di borsa sembrano oggi non scontare ancora a pieno una possibile diminuzione del *trend* degli utili che finirebbe per innalzare i principali *ratios* del mercato azionario ed in particolare il P/E. In estrema sintesi, i mercati azionari stanno scontando valutazioni “apparentemente” convenienti dei titoli e una certa abbondanza di liquidità per gli investitori istituzionali e *retail*. A ciò però si affiancano fattori negativi quali una crescita dell'economia generalmente più debole ed un maggior rischio inflazione, nonché un rallentamento del *trend* degli utili aziendali. Tutto ciò determina un

sentiment tra gli operatori moderatamente negativo.

Tuttavia, se la congiuntura, anche a causa delle difficoltà del sistema bancario, non peggiorerà ulteriormente, l'investimento in azioni potrebbe risultare ancora interessante, anche alla luce della circostanza che gli investimenti in obbligazioni non consentono ancora di ottenere rendimenti positivi in termini reali.

Scendendo ad un livello più disaggregato di analisi va sottolineato come il mercato americano abbia vissuto un primo semestre nel quale gli indici più importanti hanno evidenziato ancora un *trend* negativo.

Il comparto finanziario soffre ancora particolarmente della crisi immobiliare e non paiono adeguati gli aumenti di capitale già effettuati. Le attese di utile sono viste in drastico calo. Alcuni comparti (alimentare, *retail*) cominciano a soffrire della minor propensione di spesa del consumatore americano e per altro pare più difficile il trasferimento dell'aumento dei costi delle materie prime sui prezzi. Il settore industriale in generale manifesta viceversa una buona tenuta: il ribasso del dollaro ha infatti sostenuto l'*export* che ha trovato un'accelerazione nelle vendite.

I dividendi risultano essere ancora competitivi nei confronti dei rendimenti dei titoli di debito, anche se non per tutti i settori. I *ratios* di borsa iniziano a incorporare gli utili in diminuzione e dovrebbero indurre ad un'attenta selezione dei titoli e ad una forte cautela verso gli investimenti in azioni.

Per quanto riguarda i mercati azionari europei i prezzi scontano la fase di complessivo rallentamento delle economie. Le previsioni sull'andamento degli utili aziendali sono orientate alla stabilità. Il livello complessivo dei dividendi risulta essere ancora competitivo, anche se i *bond* potrebbero nel brevissimo

termine offrire rendimenti concorrenziali. I *ratios* di borsa non paiono in linea con attese congiunturali improntate alla debolezza e pertanto il livello delle quotazioni potrebbe risultare sopravvalutato. Tra i settori paiono particolarmente interessanti quelli dei:

- trasporti,
- “*power generation*”,
- infrastrutture e servizi.

Nonostante la maggiore integrazione economica ed il sostegno dell'*export* orientato verso il mercato asiatico, l'Europa non pare immune dal rallentamento americano e pertanto anche gli utili aziendali potrebbero essere prossimamente rivisti al ribasso.

Tra i mercati azionari dei paesi a maggiore industrializzazione, il Giappone non è riuscito a realizzare un *trend* positivo nel primo semestre dell'anno. Le difficoltà del paese, ancora invischiato nella crisi bancaria-immobiliare e con una persistente deflazione, si sono protratte ancora facendo segnare una riduzione dell'indice di borsa di circa 10 punti percentuali.

Tuttavia le attese di una ripresa delle quotazioni potrebbero presto concretizzarsi a motivo del protrarsi della fase di *underperformance* del listino giapponese, che per altro presenta realtà industriali e finanziarie di primissima qualità e con risultati di bilancio positivi.

Inoltre una ripresa della dinamica inflativa particolarmente rilevante nell'area asiatica potrebbe essere positiva per il Giappone, che potrebbe sconfiggere definitivamente la pluriennale deflazione.

I consumatori potrebbero aumentare la loro propensione alla spesa temendo futuri prezzi più alti e parimenti vedendo il loro reddito disponibile sostenuto dalle maggiori entrate che deriveranno dai *bond* governativi per i quali è atteso un rialzo dei rendimenti.

Il contesto internazionale, particolarmente confuso a causa dei timori di una probabile recessione americana che potrebbe accompagnarsi ad un rallentamento delle altre economie occidentali, non offre spunti favorevoli nemmeno per i mercati azionari dei paesi emergenti che a loro volta stanno affrontando una fase particolarmente critica a causa del continuo innalzamento dell'inflazione. Il primo semestre del 2008 è stato caratterizzato da maggiore volatilità, e un probabile aggiustamento dei prezzi verso il basso troverebbe valida giustificazione sotto il profilo tecnico anche alla luce dell'ampia rivalutazione recentemente conseguita. Da più parti si stima che una flessione dei corsi di borsa nell'ordine anche del 30% non sarebbe inusuale dopo le recenti forti rivalutazioni.

Attualmente il *consensus* degli operatori vede particolarmente incerto il mercato cinese che, dopo l'estate e superato il periodo di attenzione mondiale generata dallo svolgimento delle Olimpiadi, potrebbe evidenziare un certo rallentamento.

Il mercato indiano potrebbe analogamente risentire della congiuntura del mercato cinese, anche se un maggiore interesse potrebbe essergli riservato dagli investitori internazionali alla luce delle importanti acquisizioni ed accordi sviluppati dal paese.

I mercati azionari brasiliano e russo (che hanno beneficiato dell'andamento dei prezzi delle *commodities*) potrebbero invece scontare una discesa delle quotazioni a motivo di un potenziale rallentamento del ciclo economico finora ampiamente favorevole.

3. IL BRASILE E IL SUO SISTEMA BANCARIO ♦

Introduzione

Il Brasile è oggi un membro del gruppo di paesi ad alta potenzialità di crescita – il cosiddetto BRIC – insieme a Russia, India e Cina. Dopo il periodo nero degli anni '80 e '90, caratterizzato da crisi di debito e di bilancia dei pagamenti, il Brasile sembra tornato sul sentiero di continua crescita che aveva intrapreso negli anni '60 e '70. In particolare a partire dal 1994, con l'introduzione del Piano Real e l'inizio di un fase di riforma fiscale, il paese è riuscito a lasciarsi alle spalle il perdurante problema dell'iperinflazione e della volatilità macroeconomica.

In questo periodo anche il sistema bancario brasiliano ha conosciuto una fase di profonda ristrutturazione, incentrata per lo più sulla privatizzazione delle banche statali, che ha prodotto un aumento sensibile dell'efficienza e della capacità di intermediazione. Nel complesso la maggior solidità del sistema bancario e dei fondamentali macroeconomici hanno permesso di sviluppare un mercato interno del credito e di spostare l'emissione internazionale di bond verso la valuta locale e le scadenze più lunghe, anche per il settore *corporate*.

Nel seguito di questo lavoro ripercorreremo le principali tappe di questo cammino, analizzando l'attuale situazione del sistema economico (e di quello bancario in particolare), cercando di individuarne i possibili sviluppi e rischi, soprattutto in considerazione dei problemi e delle atipicità che ancora lo contraddistinguono.

♦ A cura di Luigi Ruggerone, Marco Zaninelli e Davidia Zucchelli.

1. Dalla stabilizzazione alla crescita

1.1 Una breve digressione storica

Durante gli anni '60 e '70 il Brasile ha conosciuto una fase di forte sviluppo, ad un tasso medio annuo del 7,8%, per lo più generato dall'intensa attività di investimento nel settore industriale, che da solo è cresciuto in ragione di un tasso medio annuo dell'8,5%. Già a metà degli anni '60, si manifestarono i primi episodi di iperinflazione, che venne però riportata sotto controllo nell'arco di pochi anni. Durante questo periodo gli investimenti pubblici e l'importazione di petrolio furono finanziati con un massiccio ricorso ai prestiti bancari (anche di origine estera) che portarono alla crisi di debito, esplosa con violenza all'inizio del 1980. I quindici anni che seguirono sono stati caratterizzati da iperinflazione, elevata instabilità macroeconomica e stagnazione. L'inflazione e la volatilità delle fondamentali portarono alla depressione degli investimenti: nel periodo 1981-1993 un tasso d'investimento inferiore del 5% a quello registrato nel periodo 1964-1980 divenne il principale responsabile di una crescita del reddito (+1,6%) minore rispetto alla dinamica demografica (+1,9%): il reddito pro-capite si ridusse dello 0,3% su base annua¹. Il problema principale di quegli anni fu l'instaurarsi di una vera e propria spirale inflazionistica che portò a tassi di crescita dei prezzi costantemente sopra il 100% annuo (con l'unica eccezione del 1986) fino a raggiungere l'apice del 3.000% nel 1994. Proprio nel luglio del 1994 venne varato il Piano Real, che dopo aver consentito di riportare l'inflazione sotto controllo, ha creato i presupposti per importanti riforme da realizzare in ambito fiscale².

¹ Pinheiro et al., 2004.

² Il Plan Real fu un vero e proprio programma di stabilizzazione in grado di generare la necessaria

Una volta raggiunta la stabilità dei prezzi, negli otto anni che vanno dal 1994 al 2002 furono la scarsa credibilità delle istituzioni, unitamente a shock di origine esterna, a pesare sulla crescita. A cavallo tra il 1995 e il 1996, mentre il Real Plan iniziava a dispiegare i propri effetti, il sistema economico brasiliano subì i contraccolpi della crisi messicana. Il neonato regime di cambio vide una modificazione della parità di riferimento e la re-introduzione di un meccanismo di *crawling peg*. Il sistema tuttavia resse ai diversi shock e nel periodo 1994-1998 beneficiò di una crescita del 4% annuo.

La mancanza di coerenza delle politiche economiche con il mantenimento di un regime di cambio quasi fisso e l'elevata prociclicità della spesa pubblica comportarono una progressiva perdita di credibilità del cambio fisso e determinarono crescenti squilibri di parte corrente che richiesero per il loro finanziamento livelli elevati e crescenti dei tassi di interesse. I contraccolpi della diffusione delle crisi asiatica prima e russa poi, nella forma di attacchi speculativi, misero chiaramente in luce come il mancato risanamento fiscale minasse sempre più la credibilità del regime di cambio fisso che venne abbandonato nel gennaio del 1999.

Questa crisi diventa però anche il punto di svolta. Sul fronte fiscale venne introdotta la *Fiscal Responsibility Law*, una legge che fissa un tetto di spesa entro i limiti delle risorse disponibili per tutti i livelli di governo, mentre in ambito monetario, accanto al nuovo regime di cambio flessibile, la Banca Centrale inizia a seguire una strategia di *inflation targeting*. L'inizio del risanamento fiscale e le innovazioni monetarie portarono un miglioramento della bilancia commerciale e dei conti con l'estero e

ancora alle aspettative attraverso l'introduzione di una nuova moneta (il peso) e di un nuovo regime di cambio verso il dollaro USA.

una rinnovata fiducia sui mercati internazionali. Solo nel 2002, i timori legati all'esito delle elezioni presidenziali e all'eventuale mutamento della politica economica diedero vita ad una nuova crisi valutaria, prontamente contrastata con un ulteriore consolidamento fiscale e l'intervento del Fondo Monetario Internazionale. Dal 2002 ad oggi il Brasile ha tratto vantaggio dal mix di stabilità interna e condizioni globali favorevoli, divenendo uno dei principali paesi esportatori, attraendo investimenti diretti esteri e di portafoglio, e guadagnandosi la posizione di creditore netto nei confronti dell'estero con l'accumulo, come molti altri emergenti, di un cospicuo ammontare di riserve in valuta estera. Grazie a questa performance il Brasile ha recentemente ottenuto lo status di *investment grade* nei *rating* di Fitch e Standard&Poor's, con un ulteriore vantaggio nella raccolta di capitale sul mercato internazionale.

1.2 Un paese emergente "lento"?

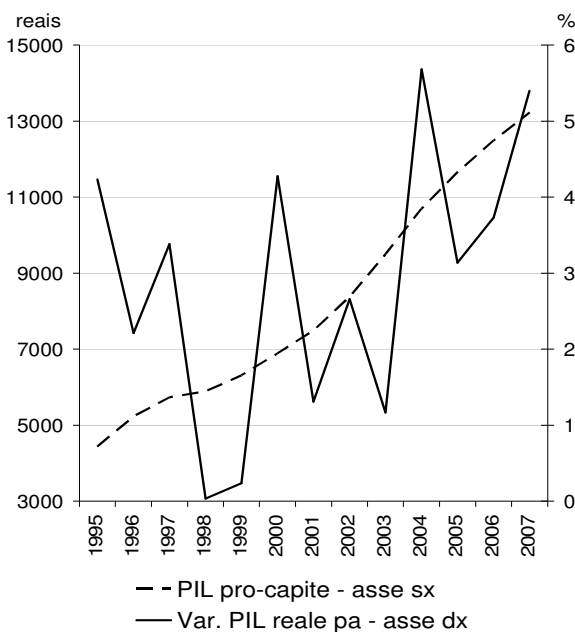
Nonostante i significativi risultati raggiunti sul fronte della stabilità dei fondamentali, le riforme sembrano aver prodotto una crescita inferiore sia alle attese che alle *performances* realizzate da altre economie emergenti dell'America Latina e dell'Asia. Sebbene la crescita brasiliana nel periodo 1994-2000 sia stata in linea con quella messicana e con la media dell'America Latina, è risultata inferiore di 3 punti percentuali a quella cilena e molto distante dai tassi di crescita della Corea del sud (5,3%) e della Cina (9,5%).

Alla base di questa "deludente" prestazione vi sarebbero un inadeguato livello delle infrastrutture, le pesanti eredità del periodo di stag-flazione e un insufficiente livello di investimenti, come conseguenza di elevati livelli raggiunti dal costo del capitale e dalla pressione fiscale. Questi a loro volta sarebbero l'effetto più o meno diretto di una spesa pubblica che è

stata a lungo, e in qualche misura è ancora, poco flessibile e “prociclica”³.

Tuttavia, a partire dal 2004 la situazione sembra essere migliorata (FIG. 1). In questi quattro anni il Brasile è cresciuto ad un tasso medio annuo del 4,5% (+5,4% nel 2007), per effetto di una domanda per consumi e investimenti piuttosto sostenuta.

FIG. 1 Crescita del PIL (1996-2007)



Fonte: EIU, Banco Central do Brasil.

Gli investimenti fissi lordi, infatti, sono aumentati del 12% nel 2007 (rispetto all'8,7% dell'anno precedente), stimolati dai minori tassi di interesse reali, dalla stabilità macroeconomica e dal rafforzamento del Real sui mercati valutari che ha sostenuto l'importazione di macchinari. L'installazione di nuova capacità produttiva e la

³ Per citare alcuni dati dell'IIF, in Brasile il peso della fiscalità è passato dal 28% del 1996 al 35% del 2006 con conseguente aumento del gettito. Al tempo stesso, per aumentare la propria credibilità in ambito fiscale, il governo brasiliano ha iniziato a perseguire un obiettivo definito in termini di surplus primario. Per il 2008, tale obiettivo è stato fissato al 3,8% del PIL.

rimozione dei diversi vincoli di natura infrastrutturale stanno diventando elementi sempre più importanti sia per far fronte alle crescenti spinte inflazionistiche – di natura globale (riconducibili al forte incremento dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari) e anche locale – che per sostenere l'attività di esportazione, i cui volumi hanno registrato nel corso degli ultimi 5 anni un tasso medio annuo di crescita superiore al 7%.

1.3 Il ruolo delle esportazioni

Il sistema economico brasiliano presenta una struttura produttiva alquanto stabile, con una netta prevalenza dell'attività svolta nel settore servizi (65% del PIL). Nonostante il minor contributo alla formazione del reddito fornito dall'industria (25-30%) e dall'agricoltura (5-10%) non va dimenticato come questi due comparti siano stati quelli maggiormente coinvolti nel processo di globalizzazione e abbiano contribuito alla crescita attraverso una decisa attività di esportazione.

Sebbene lo sviluppo economico e il rafforzamento del tasso di cambio abbiano favorito nel corso degli ultimi anni un incremento delle importazioni, dal 2000 ad oggi la bilancia commerciale è sempre stata ampiamente positiva. Nel 2007 più del 50% delle esportazioni ha riguardato l'industria manifatturiera, di cui il 25% legato alla produzione di aeromobili, veicoli a motore e loro componenti. In notevole evidenza sono risultate anche le esportazioni di materie prime, pari al 32% del flusso totale di esportazioni⁴.

Dal punto di vista geografico è importante sottolineare come il principale partner

⁴ Di queste il 20% è dato dai prodotti minerari, il 17% dal petrolio greggio e il 13% da produzioni legate alla soia.

commerciale (TAB.1) non sia né l'area latino-americana (con cui il Brasile scambia il 20% del

TAB. 1 Commercio con l'estero: struttura geografica

2007	Esportazioni	Importazioni	In %del commercio totale
Totale (\$ mil.)	160 649	120 621	281270
Efta ^{1/}	1 808	2 738	2%
Africa ^{2/}	8 578	11 333	7%
LatAm	36 426	20 581	20%
Mercosur	17 354	11 630	10%
Argentina	14 417	10 410	9%
Paraguay	1 648	434	1%
Uruguay	1 288	786	1%
Cile	4 264	3 483	3%
Messico	4 260	1 979	2%
Altri ^{3/}	10 548	3 489	5%
Asia ^{2/}	25 086	30 715	20%
China	10 749	12 618	8%
Korea	2 047	3 391	2%
Giappone	4 321	4 610	3%
Altri	7 970	10 097	6%
Canada	2 362	1 708	1%
USA ^{4/}	25 314	18 887	16%
Europa dell'Est ^{5/}	4 309	2 766	3%
Medioriente	6 399	3 205	3%
Unione Europea	40 428	26 736	24%
Germania	7 211	8 675	6%
Belgio	3 912	1 191	2%
Spagna ^{6/}	3 476	1 843	2%
Francia	3 472	3 525	2%
Italia	4 464	3 347	3%
Olanda	8 841	1 116	4%
Regno Unito	3 301	1 955	2%
Altri ^{7/}	5 751	5 085	4%
Altri	9 938	1 951	4%

1/ Include Islanda, Norvegia, and Svizzera (compreso Liechtenstein).

2/ Include paesi del Medioriente.

3/ Include Bolivia, Colombia, Ecuador, Peru, and Venezuela.

4/ Include Puerto Rico.

5/ Albania, Armenia, Azerbaijan, Belarus, Georgia, Kazakhstan, Kyrgyz, Moldova, Russia, Tajikistan, Turkmenistan, Ukraine, and Uzbekistan.

6/ Include le Isole canarie.

7/ Austria, Bulgaria, Cipro, repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Grecia, Ungheria, Irlanda, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Portogallo, Romania, repubblica Slovacca, Slovenia and Svezia

8/ Algeria, Angola, Qatar, Indonesia, Iran (Islamic Rep.), Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Venezuela.

Fonte: Banco Central do Brasil.

proprio import-export) né gli Stati Uniti (16%), ma bensì l'Unione Europea con cui il Brasile intrattiene relazioni pari ad un quarto del flusso complessivo di scambi commerciali. Tra le nazioni europee il principale partner

commerciale è la Germania, da cui il Brasile importa soprattutto macchinari e beni capitali, seguita da Olanda e Italia. Due aspetti del *network of trade* brasiliano meritano di essere sottolineati. Il primo riguarda la (relativa) scarsa integrazione con l'area Mercosur, dovuta all'incompleto processo di rimozione di dazi e limitazioni fra i membri dell'area di libero commercio latino-americana (Argentina, Brasile, Uruguay e Paraguay). Il secondo invece è relativo all'elevato e crescente peso assunto dalla Cina, che da sola conta per una quota del commercio simile a quella dei paesi del Mercosur. Un risultato frutto della crescente attività di esportazione brasiliana di prodotti derivati dalla soia e di semilavorati metallurgici che si è sviluppata contemporaneamente ad una intensa importazione dalla Cina di carbone, prodotti chimici e chimico organici.

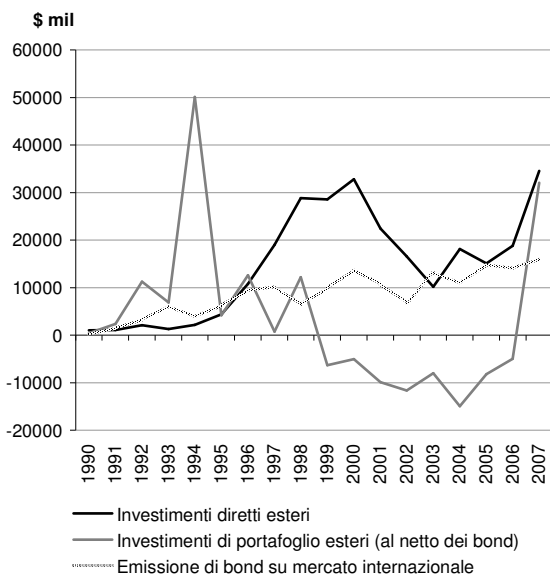
1.4 Il processo di integrazione finanziaria e lo sviluppo del mercato dei capitali

Se il cammino riformista intrapreso dalla metà degli anni '90 e la ritrovata stabilità macroeconomica avevano comportato una elevata capacità di attrarre capitali, il periodo di crisi a cavallo del nuovo millennio aveva contribuito a smorzare tale dinamica. Negli ultimi tre anni, le istituzioni politiche e monetarie hanno lavorato molto per aumentare l'attrattività del paese e la sua "resistenza" a possibili crisi finanziarie, ridando nuovo stimolo all'ingresso di capitali esteri. Il ritorno alla crescita, l'ottima performance borsistica, ma anche il miglioramento delle regole di *corporate governance* e le aspettative di crescita anche nel medio-lungo termine dei prezzi delle materie prime, hanno favorito una decisa ripresa degli afflussi di capitali dall'estero.

Come gli altri BRIC e molti altri paesi emergenti, anche il Brasile ha investito i

proventi derivanti dalle esportazioni e dagli ingenti afflussi di capitali per rafforzare la propria posizione netta nei confronti dell'estero. A fine 2007 le riserve in valuta estera avevano raggiunto i 180 miliardi di dollari, un livello 5 volte maggiore di quello in essere all'indomani della crisi del 2002 e doppio rispetto a quello esistente alla fine del 2006.

FIG. 2 Afflussi netti di capitali esteri (1990-2007)



Fonte: EIU, Banco Central do Brasil.

Come mostra la FIG. 2 gli investimenti diretti esteri sono più che raddoppiati tra il 1994 e il 1996, e hanno mantenuto una dinamica sostenuta fino alla fine del secolo scorso. Mentre l'emissione di bond sui mercati internazionali ha seguito un trend mediamente crescente, gli investimenti di portafoglio (al netto dei bond) hanno seguito le fasi di *boom and bust* attraversate dal paese. A partire dal 2003/2004, l'ingente liquidità globale unita all'accresciuta solidità finanziaria del Brasile hanno portato ad una forte ripresa sia degli investimenti diretti

esteri che di portafoglio, la quale è ancora in corso⁵.

Il flusso netto degli investimenti diretti esteri – non considerando i prestiti *intercompany* – è risultato di 16 miliardi di dollari nel 2007, rispetto ad un flusso netto negativo di 8 miliardi di dollari registrato nel 2006. Nonostante la recente crisi finanziaria globale, i flussi netti di portafoglio sono saliti a 24,8 miliardi di dollari nel 2007, da 6,8 miliardi nel 2006, sostenuti dalle elevate disponibilità liquide, dall'aumento del numero delle operazioni di IPO, dal rafforzamento del Real rispetto al dollaro e dalle aspettative di un buon livello degli utili societari. Il trend è atteso proseguire nel 2008, soprattutto se verrà attuata la privatizzazione della utility Companhia Energetica de Sao Paulo (Cesp), recentemente annunciata dal Governo.

Inoltre anche il Brasile, come altri paesi emergenti, mira a sviluppare il mercato dei capitali domestico, sostenendo le emissioni in valuta locale, che hanno già raggiunto dimensioni significative ed un rilevante grado di differenziazione nelle caratteristiche tecniche. Lo sviluppo dei mercati locali consente ai paesi di ridurre il rischio di cambio ed i costi di organizzazione e gestione delle singole operazioni, ma deve andare di pari passo con la crescita del risparmio nazionale e con l'evoluzione dell'assetto normativo e istituzionale che mostra ancora molte lacune. Per gli investitori esteri ed internazionali, le emissioni in valuta locale possono offrire opportunità di investimento e di diversificazione. Da un punto di vista internazionale l'aumento della profondità dei mercati finanziari locali di dimensioni rilevanti

⁵ Il dato riferito a quest'ultimo esercizio è distorto dall'acquisto della società canadese INCO da parte della società brasiliana Vale do Rio Doce.



(come quello brasiliano) rappresenta un fattore importante nel processo di riassorbimento degli squilibri correnti globali. Da più parti si è infatti notato che il ruolo degli emergenti quali finanziatori del debito dei paesi industrializzati (*in primis* quello USA) veniva proprio dalla carenza di opportunità di investimento sui mercati domestici che si veniva a manifestare a fronte di un ingente mole di risparmio aggregato.

1.5 I mercati finanziari: un'analisi degli sviluppi più recenti

Diversi elementi hanno concorso nel recente passato a rafforzare il processo di sviluppo del mercato dei capitali. Tra questi vanno ricordati le politiche attive di gestione del debito, l'aumento della quota di debito pubblico coperta mediante l'emissione di strumenti a tasso fisso (a fine 2005 era arrivata al 30% dal 15% di qualche anno prima), la progressiva estensione della scadenza media del debito (giunta recentemente intorno ai 30 mesi) e l'incremento dell'emissione di debito in valuta locale sul mercato domestico. In ultimo, ma tra le più efficaci, è da ricordare la strategia di rimborso anticipato del debito estero, che a partire dal 2005 e con l'utilizzo delle crescenti riserve in valuta estera, è stato ridotto di quasi un terzo. La formazione di una curva dei tassi in Reais ha inoltre contribuito a stimolare l'emissione di debito *corporate* in valuta locale.⁶

Il rafforzamento del mercato obbligazionario (riguardante sia titoli sovrani che *corporate*) e di quello azionario è sicuramente alla base della forte crescita degli afflussi dall'estero sia diretti

che di portafoglio. Tale tendenze sono proseguite anche nei periodi più recenti. La crescita negli ultimi anni della borsa di San Paolo è stata consistente sia in termini di capitalizzazione (passata dal 42% nel 2003 a più del 100% del PIL nel 2007), sia di numero di società quotate (salite da 369 a 434 alle stesse date di riferimento) (TAB. 2).

TAB. 2 Mercato di borsa: principali indicatori

	2003	2004	2005	2006	2007
Capitalizzazione (USD mld)	234	341	482	723	1400
Capitalizzazione/PIL (%)	42%	51%	55%	68%	109%
Numero società quotate	369	358	343	394	434
Performance (var % indice Bovespa in valuta locale)	97%	18%	28%	33%	44%
m.i. MSCI Emg.	42%	13%	32%	26%	30%
Dividend Yield ratios (Brasile)	4.23	4.24	3.98	3.38	2
Dividend Yield ratios (America Latina)	3.26	3.24	3.07	2.56	1.99
Price to book ratios (Brasile)	1.79	1.93	2.16	2.68	3.3
Price to book ratios (America Latina)	1.83	1.58	2.3	2.91	3.27
Price/earnings ratios (Brasile)	10	10.6	10.7	12.7	16.6
Price/earnings ratios (America Latina)	13.3	12.8	12.2	15.2	17.2

Fonte: EIU, SanPaoloSE, FMI. Nota: MSCI: indice Morgan Stanley Paesi Emergenti. *dato al 2° trimestre.

Nel 2008 la capitalizzazione è salita ulteriormente. A fine aprile 2008 portandosi a 1.486 miliardi di dollari (+75,8% a/a).

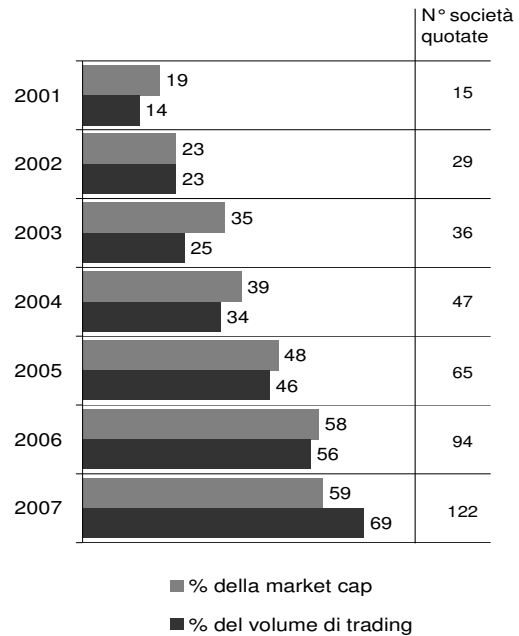
Nel 2007 i maggiori settori in termini di capitalizzazione sono stati Banche (19,1%), Oil e Gas (17,6%), Miniere (11,8%), Elettrico (7,3%) e Alimentare (7,2%). Il totale della

⁶ L'aumento delle emissioni corporate in valuta estera aveva portato nel 2006 ad un aumento del livello di debito estero totale anche a fronte del programma di rimborso anticipato per quello del settore pubblico.

raccolta di capitale nel 2007 è stato pari a più di 42,8 miliardi di dollari. Le IPO, che vengono realizzate sul mercato dal 2004, hanno rappresentato la quota prevalente con circa 34 miliardi di dollari. Consistente è stata la presenza degli investitori internazionali, che hanno coperto il 75,4% del totale delle IPO effettuate nello scorso anno.

Nel 2007, in particolare, si sono quotate 7 banche per circa 3 miliardi di Reais, che hanno portato a 35 il numero complessivo delle banche quotate. Il forte interesse degli investitori riflette non solo la buona redditività, ma soprattutto i vantaggi competitivi di cui queste banche godono nei rispettivi mercati di nicchia. Le banche hanno fatto ricorso al mercato di borsa al fine di rafforzare la base di capitale per poter espandere l'attività creditizia, e migliorare la redditività, diversificando, nel contempo, la base degli investitori. Inoltre, la cessione di una quota di minoranza del capitale ha consentito agli azionisti – in genere famiglie, a capo di gruppi industriali – di mantenere il controllo della banca. È ragionevole ritenere che altre banche di medie dimensioni effettueranno una IPO nei prossimi mesi per non perdere quote di mercato a favore di quelle più capitalizzate. Le banche che si sono recentemente quotate contavano su una forte redditività negli ultimi anni (con ROE e ROA mediamente pari a 20% e al 3%), ma l'impatto della quotazione può portare ad una diminuzione della redditività nel breve, poiché gran parte della liquidità raccolta è stata investita in titoli obbligazionari governativi, remunerati al tasso SELIC. La redditività è attesa migliorare mano a mano che le banche disinvestiranno i titoli pubblici detenuti per investire nei crediti. L'attività di *trading* è salita del 100,3% nel 2007 rispetto all'anno precedente, con un aumento della negoziazione media giornaliera del 101,1% a 2,6 miliardi di dollari.

FIG. 3 Nuovo mercato (2001-2007)



Fonte: San Paolo SE.

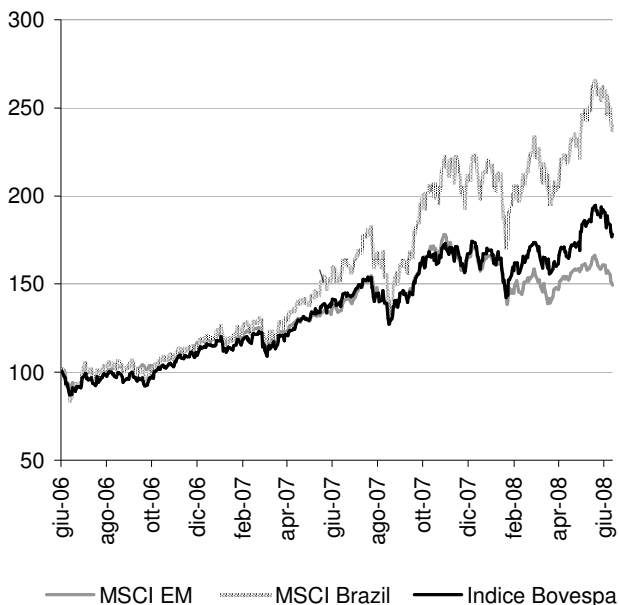
Sul fronte della domanda, il turnover annuale è stato alimentato dagli investitori internazionali che hanno guidato le transazioni con una quota del 35% (36% nel 2006), mentre gli investitori istituzionali hanno coperto il 30% (27% nel 2006). Le Financial Institutions e le Imprese hanno effettuato il 10% e il 2% delle transazioni rispettivamente.

Il Nuovo Mercato, lanciato nel 2000 (FIG. 3), è un segmento al quale aderiscono società che rispettano requisiti di *corporate governance* e trasparenza più stringenti di quelli previsti dalla legge brasiliana e dal CVM (Brazilian Securities and Exchange Commission). Gran parte delle nuove quotazioni nel 2007 sono state effettuate su questo comparto, dove sono ammesse solo azioni con diritto di voto. Fra i requisiti richiesti vi sono il mantenimento di un flottante pari al 25% del capitale, il 20% dei membri del Consiglio di Amministrazione deve essere

indipendente e la società deve rispettare gli standard US GAAP o IFRS.

dell'upgrade di S&P e di Fitch a BBB-, nella categoria *investment grade* (FIG. 5).

FIG. 4 Indici di borsa

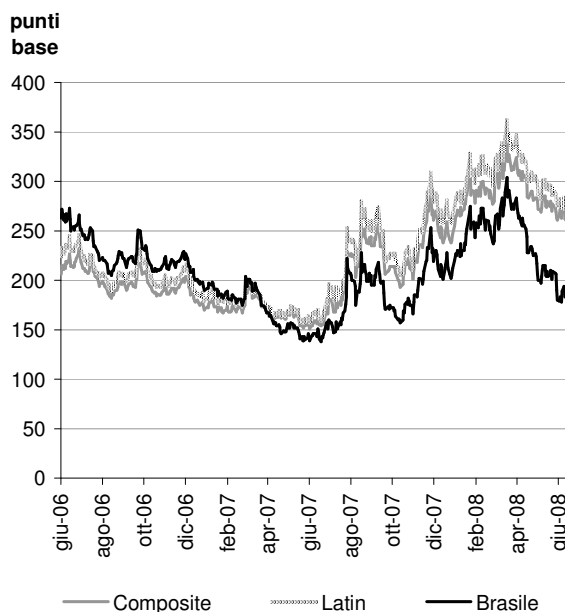


Fonte: MSCI, Bloomberg.

Nella recente fase di turbolenza dei mercati, il comparto emergenti e quindi anche la borsa del Brasile, hanno mostrato una progressiva vulnerabilità. Tuttavia, i buoni fondamentali – fra i quali le ingenti riserve valutarie, il minor debito pubblico, le più efficaci politiche macro e la maggiore solidità delle società quotate – continuano a rappresentare fattori di supporto che concorrono a spiegare l'ottima performance registrata dalla borsa brasiliana anche nei mesi più recenti. Al 10 giugno l'indice ha chiuso a 67.774, segnando un progresso del 6% da inizio anno, a fronte di una flessione del 9% dell'indice MSCI EM (FIG. 4).

Anche l'andamento del mercato del credito mostra una migliore performance del Brasile rispetto al settore Emergenti considerato nel suo complesso. Il recupero dell'indice EMBI+ Brasile ha beneficiato in primo luogo

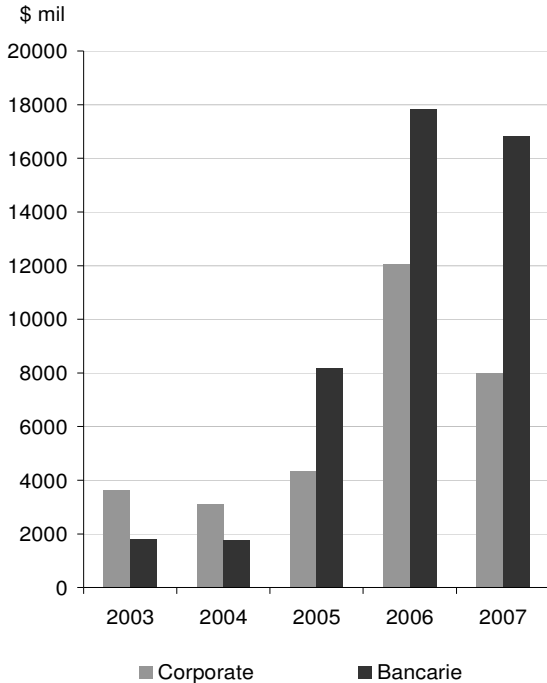
FIG. 5 Indice EMBI+



Fonte: JPMorgan e Bloomberg.

Sul fronte *corporate*, le emissioni di titoli obbligazionari hanno assunto un ruolo significativo negli ultimi anni (FIG. 6). Crescente è stato il ricorso al mercato internazionale da parte di società industriali e soprattutto di banche.

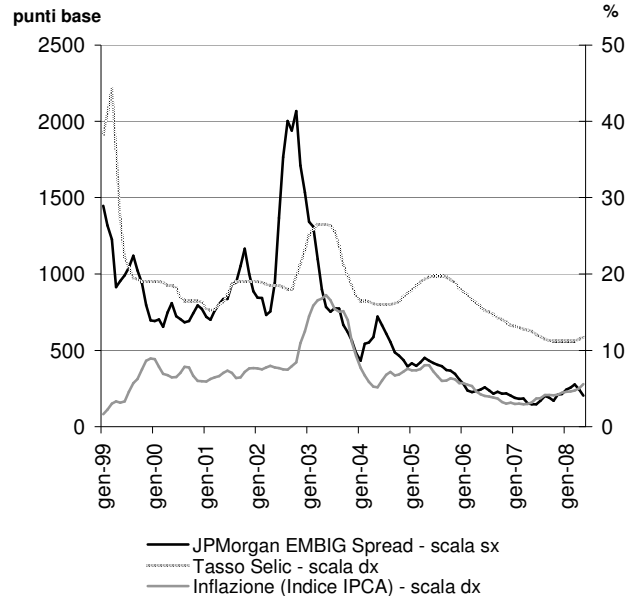
Con riferimento a quest'ultimo comparto, nel 2003 sono state effettuate solo 6 emissioni, divenute 57 nel 2005 e 61 nel 2007, prevalentemente in dollari ma anche in altre valute (in yen soprattutto e in reais). In termini di volumi, le emissioni in dollari – che sono quelle prevalenti sull'euromercato – sono passate da 420 milioni nel 2003 a 3,2 miliardi di dollari nel 2007.

FIG. 6 Emissioni di titoli obbligazionari


Fonte: Borsa di San Paolo e DCM. Le serie comprendono i bond non strutturati, plain vanilla, EMTN, anche a breve termine, indipendentemente dalla valuta e dalla scadenza. Si tratta pertanto di emissioni che possono essere state rimborsate negli anni successivi e quindi attualmente non in circolazione.

1.6 Il SELIC "conundrum"

Nonostante lo sviluppo del mercato dei capitali e il rafforzamento del processo di integrazione finanziaria con il resto del mondo, i tassi d'interesse brasiliani rimangono su livelli assai elevati. A partire dal tasso di riferimento (il cosiddetto SELIC) e lungo tutta la curva dei tassi, il loro livello è decisamente alto soprattutto se confrontato con quello di molti altri paesi emergenti. Per fare un esempio il tasso SELIC è stato stabilmente intorno al 12% durante tutto il 2007, a fronte di un tasso d'inflazione medio del 5% (FIG.7). Ciò ha determinato un tasso reale consistente che ha frenato l'attività di investimento e con essa anche la crescita del prodotto potenziale.

FIG. 7 Tasso SELIC, EMBIG Spread e tasso di inflazione


Fonte: Banco Central do Brasil.

Va riconosciuto che i tassi sono ora sensibilmente più bassi di quelli prevalenti durante la prima metà degli anni '90; tuttavia è altrettanto importante notare che né il passaggio al cambio flessibile né l'adozione dell'*inflation targeting*, accompagnata ad significativo aumento dell'indipendenza della banca centrale, hanno contribuito ad una loro riduzione.

Una delle spiegazioni più accreditate tra quelle prodotte considera il ruolo della *fiscal dominance*, secondo cui ci sarebbe una radice fiscale dietro la dinamica⁷. In altre parole, il rischio di peggioramento della posizione fiscale (e quindi di *default sovrano*) porterebbe al deprezzamento della valuta e ad inflazione importata, e quindi a maggiori tassi nominali per contrastarla. In presenza di *inflation targeting*, e di elevato debito estero denominato in valuta

⁷ Per un'esauriente rappresentazione del concetto di *fiscal dominance*, applicata anche al caso brasiliano, si vedano Favero e Giavazzi (2004) e Blanchard (2004).

estera, il processo può seguire una dinamica perversa, in quanto il rialzo dei tassi necessario a raggiungere l'obiettivo di inflazione annunciato potrebbe innescare una vera e propria crisi di fiducia. In tal caso solo un maggiore rigore fiscale potrebbe ricostituire la fiducia e bloccare la spirale inflazionistica. Se da un lato questo ragionamento può spiegare il livello dei tassi e gli eventi susseguitesì fino alla crisi del 2002, dall'altro non è compatibile con il livello assolutamente sostenibile di debito estero, con i miglioramenti nella sua gestione e con gli episodi di risanamento fiscale di questi ultimi anni.

Un'altra possibile spiegazione si lega al fatto che – per un determinato livello di rischio sistemico – elevati tassi d'interesse siano il prezzo da pagare per evitare la dollarizzazione del sistema; tuttavia, la permanenza di alti tassi anche dopo l'introduzione del cambio flessibile e dell'*inflation targeting* rende questo ragionamento poco credibile. Un altro fattore potrebbe essere l'inefficienza e l'incertezza del sistema giuridico brasiliano; questo potrebbe spiegare gli elevati tassi richiesti sulle operazioni finanziarie come pure l'utilizzo dei mercati internazionali dei capitali. Tuttavia, nessuna di queste spiegazioni sembra pienamente in grado di dar conto di questa anomalia, che ha una notevole rilevanza sia sullo sviluppo del paese che sull'operatività bancaria.

1.7 Un paese più equo

Da ultimo non vanno dimenticati gli effetti del ritorno alla crescita e della ritrovata stabilità macroeconomica sulla distribuzione del reddito. La questione è assolutamente sostanziale in quanto il Brasile – al pari di altri grandi economie emergenti – è caratterizzato da un'elevata iniquità distributiva, che solo negli ultimi anni ha iniziato a ridursi anche grazie alla

realizzazione di numerosi interventi di natura redistributiva – riconducibili ad un sensibile aumento dei trasferimenti – che hanno comportato significativi benefici per le classi più povere.

Un primo impulso in questa direzione è venuto dalle riforme avviate con il Piano Real che hanno generato occupazione, reddito ma anche un maggior accesso al credito, soprattutto per i percettori dei redditi più bassi. Il ritorno alla stabilità dei prezzi ha rimosso il peso della tassa da inflazione, favorendo le classi sociali maggiormente colpite nei loro consumi di base⁸. Negli ultimi anni sono stati introdotti programmi di sostegno sociale di tipo condizionale, cioè legati al soddisfacimento di alcuni requisiti da parte dei beneficiari; il più noto di questi programmi, la Bolsa Familia, sussidia con 95 Reais al mese le famiglie che assicurano che i loro figli frequentino la scuola e seguano un programma di controllo sanitario⁹. I risultati del combinato disposto di crescita, stabilità e interventi redistributivi diretti sono testimoniati dalla contrazione del tasso di povertà (passato dal 28,2% del 2003 al 20,1% attuale) e dalla crescita della quota parte di reddito aggregato che va al 50% dei più poveri, manifestatasi contemporaneamente alla contrazione della quota parte appartenente al 10% dei più ricchi¹⁰.

⁸ Secondo alcuni economisti questo effetto non sarebbe stato adeguatamente colto dall'indice dei prezzi al consumo e dalle statistiche demografico-redдитuali, tanto che attraverso opportune correzioni si potrebbe arrivare ad un tasso medio di crescita del reddito e pro-capite nel decennio 1995 – 2005 del 4,5% (di gran lunga superiore all'1,5% circa dei dati ufficiali). Si veda de Carvalho Filho e Chamon (2006).

⁹ Con 46 milioni di persone sussidiate, la Bolsa Familia è attualmente il programma di trasferimento monetario condizionale più grande al mondo.

¹⁰ Centro de Políticas Sociais (CPS)(2006).

2. Rivoluzione ed evoluzione del sistema bancario

2.1 La ristrutturazione

Come più volte richiamato nei paragrafi precedenti, anche il sistema bancario brasiliano ha vissuto un cambiamento radicale. Alla fine degli anni '80 il panorama bancario era dominato dalle banche pubbliche, caratterizzate da politiche dirigistiche del credito e scarsa competizione. La quota di finanziamenti da banche estere era notevolmente calata, dopo l'apice raggiunto all'inizio degli anni '80 quando i prestiti da istituti di credito estero raggiunsero il 40% di tutti quelli domestici. In questo contesto i maggiori profitti provenivano dalla cosiddetta rendita da inflazione, ossia dalla capacità delle banche di estrarre reddito investendo la liquidità proveniente da depositi non remunerati in obbligazioni governative indicizzate all'inflazione. Nel tempo, la possibilità di sfruttare tale rendita da signoraggio aveva stimolato il continuo ingresso di nuove banche, mentre le banche di proprietà pubblica avevano assunto dimensioni sempre maggiori. Queste, infatti, iniziarono ad operare prima come agenzie di sviluppo e poi sempre più come veri e propri finanziatori delle società a partecipazione statale. Purtroppo, con l'aumento dell'inefficienza di queste aziende pubbliche si è andata deteriorando anche la solidità dei bilanci delle banche statali, con conseguente ricaduta sulle finanze pubbliche sia a livello statale che federale.¹¹

Questa situazione iniziò a mutare radicalmente con l'avvento delle riforme fiscali e monetarie e

con l'inizio del processo di apertura verso l'esterno; paradossalmente però lo stimolo venne dalle conseguenze catastrofiche che tale processo ebbe su un sistema bancario che non aveva mai provato a ridurre i costi, ad aumentare la qualità dei suoi servizi e soprattutto ad introdurre migliori tecniche di gestione del rischio.

La vittoria sull'inflazione fu una delle principali cause dell'avvio del processo di ristrutturazione del settore bancario. Secondo alcuni economisti, l'aumento dei requisiti di riserva introdotto dalla Banca Centrale per drenare liquidità causò una massiccia riduzione della redditività da inflazione, che scomparve completamente nel 1995 dopo l'introduzione del Plan. Invece di reagire minimizzando i propri costi e migliorando i servizi, le banche - per colmare la perdita di redditività - spinsero sui prestiti, approfittando di una fase di forte espansione dei consumi. Negli otto mesi che seguirono il piano di stabilizzazione macro, i prestiti totali aumentarono del 43,7%. Sfortunatamente l'avvento della crisi messicana portò nel secondo trimestre 1995 all'aumento dei tassi d'interesse e ad una forte contrazione dell'attività economica, con un conseguente aumento del tasso di *default* (che passa dal 4,4% al 16,7% tra la fine del 1994 e quella del 1995) e soprattutto dei non *performing loans*. L'impatto drammatico di questa situazione dipese anche dall'arretratezza dei modelli di valutazione del rischio utilizzati dalla maggior parte delle banche; solo gli istituti più efficienti e competitivi furono in grado di sopravvivere a questa crisi, mentre molte banche statali dovettero fallire o subire forti ristrutturazioni.

Per contenere gli effetti sociali di questa crisi cercando al contempo di mettere ordine nel sistema bancario, venne lanciato nel 1995 un programma di sostegno chiamato PROER

¹¹ Gli stati federali generarono non solo inefficienza nelle banche e nelle aziende di loro proprietà, ma anche crescenti deficit nei loro conti. Ad inasprire la situazione contribuì anche il ruolo assegnato alle banche statali di acquirenti "obbligati" delle obbligazioni emesse dagli stati stessi.

(Programma di incentivi per la ristrutturazione e rafforzamento del sistema finanziario nazionale). Il suo funzionamento prevedeva che sotto la direzione della banca centrale e tramite vantaggi finanziari e fiscali venissero stimulate operazioni di M&A tra istituti solidi (intenzionati ad espandersi) e le banche in difficoltà. Nel giro di dieci anni questo programma ha ridisegnato la struttura proprietaria del settore bancario, con un aumento delle banche private, a controllo locale o estero, e un dimezzamento del numero delle banche pubbliche (anche se in termini di *assets*, depositi e prestiti la loro quota è rimasta piuttosto stabile – si veda la TAB. 3). Dato il successo del PROER, altri due programmi simili furono lanciati negli anni seguenti, con l'intento di unire il risanamento dei conti pubblici al proseguimento della ristrutturazione del settore creditizio. Il PROES (Programma di incentivo per la riduzione del ruolo degli stati nel settore bancario), partito nel 1996, era mirato alla ristrutturazione delle banche di proprietà degli stati federali, mentre il PROEF (Programma di rafforzamento delle istituzioni finanziarie federali), lanciato nel 2001, ebbe un ruolo cruciale nel processo di riordino delle istituzioni di proprietà del governo federale.

L'aumento della partecipazione estera nel sistema bancario brasiliano – realizzato sia tramite l'aumento di precedenti quote minoritarie che attraverso l'ingresso diretto di nuovi istituti esteri – è stata sostenuta da ingenti afflussi di investimenti diretti esteri, come sperimentato in molti altri paesi dell'America Latina e nel resto dei paesi emergenti. Tra il 1992 e il 2002 la quota di *asset* di banche a controllo estero passa dall'8% al 22%. La crescente partecipazione di istituti stranieri ha portato l'applicazione di competenze avanzate, l'introduzione di prodotti e processi che hanno generato maggior efficienza, con un effetto a cascata anche sul

resto del settore delle imprese brasiliano. In ultimo, ma non da meno, è da considerare anche che l'avvento di banche estere ha portato la riduzione di prestiti e finanziamenti legati ad un sistema clientelare.

TAB. 3 Quote sistema bancario per tipo di proprietà

		1994	1998	2002
Attività	Domestica Privata	41,3	35,5	37,3
	Estera	7,2	18,5	27,7
	Pubblica	51,5	46,0	35,0
Depositi	Domestica Privata	39,4	33,3	37,2
	Estera	4,6	15,2	20,1
	Pubblica	56,0	51,5	42,7
Prestiti	Domestica Privata	35,5	31,3	40,5
	Estera	5,2	15,0	30,5
	Pubblica	59,3	53,7	29,0

Fonte: Nakane and Weintraub (2005).

2.2 Dopo la ristrutturazione: concorrenza e concentrazione

Agli inizi degli anni 2000 la quota di banche di proprietà pubblica risultava già decisamente diminuita a favore delle banche universali a proprietà privata, sia domestica che straniera. Inoltre, i meccanismi di allocazione del credito obbedivano ormai quasi completamente a logiche competitive e di mercato. Attualmente, come riporta l'ultimo dato disponibile presso la Banca Centrale Brasiliana, il Sistema Finanziario Nazionale (vedasi TAB. 4) conta 2.446 istituzioni finanziarie, - in leggera discesa rispetto agli inizi degli anni 2000 - di cui 1.456 *credit unions*¹² e 602 istituzioni bancarie¹³, a cui corrispondono, complessivamente, oltre 18.000 sportelli distribuiti su un territorio vastissimo.

¹² Ad esse fa capo, infatti, solo l'1,2% degli *assets* totali del sistema finanziario nazionale

¹³ Di queste 135 sono banche universali e 51 società di credito al consumo.

Il numero apparentemente elevato di istituzioni finanziarie non deve trarre in inganno, infatti il sistema bancario brasiliano risulta molto concentrato. Dei 18.095 sportelli che compongono l'intero sistema finanziario nazionale, 11.484 appartengono alle prime 4 banche e 16.190 appartengono alle prime 10 banche del paese. In termini di attivo il panorama non cambia. Alle prime 10 banche del paese fa capo l'80% del totale attivo, l'85% dei depositi e l'84%¹⁴ del totale dei prestiti (World Bank 2006a). Nell'erogazione del credito sono le banche commerciali a fare la parte del leone con più del 60% del credito erogato (BRI, 2006). Prendendo in considerazione il trend si nota come anche la crescita degli *assets* contribuisca alla polarizzazione del sistema finanziario brasiliano in cui sono soprattutto le banche più grandi – le prime 10 – a crescere, mentre l'attivo delle banche che occupano le posizioni tra la 21esima e la 50esima rimane sostanzialmente stabile. Guardando inoltre alla distribuzione dell'attivo sulla base della proprietà, si nota come, alla fine del 2005, le banche pubbliche detenessero il 36,4% del totale, quelle di proprietà privata locale il 41,5%, mentre le banche straniere erano titolari del 22% dell'attivo complessivo. Rispetto agli anni precedenti, si nota una leggera riduzione del peso delle banche pubbliche a favore, soprattutto di quelle private con proprietà domestica.

Anche da un punto di vista geografico, il sistema bancario brasiliano non risulta distribuito in maniera omogenea. La regione del Sud Est¹⁵, di gran lunga la più prospera del paese, conta la presenza di ben 1412 istituti finanziari, mentre il Nord può contarne solo 93. A questi istituti

¹⁴ I dati si riferiscono al dicembre 2005.

¹⁵ Di questa regione fanno parte: Espírito Santo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e, naturalmente, San Paolo.

corrispondono, ad esempio, 5.928 sportelli a San Paolo e soltanto 19 a Roraima.

TAB. 4 Numero di istituzioni per tipologia

Tipo	2001 Dic	2004 Dic	2006 Dic	2007 Feb
Banche universali	153	139	137	135
Banche Commerciali (1)	28	24	21	21
Banche per lo Sviluppo	4	4	4	4
Casse di Risparmio	1	1	1	1
Banche di Investimento	20	21	18	17
Società di credito al consumo	42	46	51	51
Società di Brokeraggio - equity	177	139	116	115
Società di Brokeraggio - cambi	43	47	48	48
Società di Distribuzione	159	138	133	133
Società di Leasing	72	51	41	41
Società di credito al settore Real Estate (2)	18	18	18	18
Società di Credito Immobiliare	7	6	6	6
Agenzie di Sviluppo	9	12	12	12
Subtotale 1	733	646	606	602
Credit Union	1379	1436	1452	1456
Società di Microfinanza	23	51	56	55
Subtotale 2	2135	2133	2114	2113
Consorzi	399	364	333	333
Totale	2534	2497	2447	2446

1/ Include tutte le filiali di Banche Estere.

2/ Include 15 Società che non possono raccogliere presso i risparmiatori.

Fonte: Unicad.

3. Il sistema bancario brasiliano all'inizio del nuovo millennio

Nell'arco di 10 anni, il sistema bancario brasiliano è stato completamente rivoluzionato, anche se la linea di tendenza (indubbiamente positiva) seguita nell'ultimo decennio non significa necessariamente che la ristrutturazione sia stata del tutto completata. Rimangono ancora importanti fattori di debolezza e grandi sfide per il futuro. Valutato nell'ottica delle tre prospettive canoniche (grandezza, efficienza e stabilità), il sistema bancario brasiliano fornisce un'evidenza per lo meno variegata (World Bank 2006b). In particolare, esso risulta caratterizzato da alcune anomalie quali:

- 1) basso grado di intermediazione creditizia;
- 2) elevato differenziale tra tassi attivi e passivi;
- 3) basso grado di dollarizzazione;
- 4) quasi totale assenza di prestito a lungo termine a favore del settore privato.

In effetti, le società brasiliane, per i loro progetti a lungo termine¹⁶, prendono a prestito dalle agenzie di credito pubbliche oppure fanno uso di fondi propri derivanti da utili non distribuiti. Mentre l'anomalia 4), coerente con l'ipotesi del "peccato originale" originariamente proposta da Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), è comune a molte economie emergenti, le altre caratteristiche sono tipiche del Brasile e meritano, dunque, un'analisi più approfondita.

3.1 Il grado di intermediazione creditizia: basso in assoluto, elevato nella regione

Lo storico basso grado di sviluppo dei mercati azionari ed obbligazionari nei paesi latino americani ha contribuito a consolidare il ruolo dominante delle banche in tutto il "Cono Sud". Agli inizi degli anni '90, quando la liberalizzazione finanziaria portò una serie di innovazioni quali la deregolamentazione, una maggiore apertura verso i capitali stranieri, un minore ruolo della mano pubblica ed uno sviluppo del mercato obbligazionario domestico, sembrò che i tempi fossero maturi per una radicale evoluzione del sistema finanziario che, tuttavia, rimane, nel caso dell'America Latina, ancora dominato dalle banche (TAB. 5).

Secondo gli standards internazionali, il settore bancario brasiliano è ancora poco profondo (BRI 2006): il rapporto tra credito domestico e PIL è molto basso, sia rispetto ai paesi maturi che nei confronti di molti paesi emergenti. Tuttavia, rispetto agli standards regionali, il Brasile è, per grado di penetrazione creditizia, secondo solo al Cile che, peraltro, contrariamente al Brasile, ha visto ridursi, tra il 1999 ed il 2005, il rapporto tra credito domestico e Pil.

¹⁶ Al contrario, il capitale circolante viene di solito finanziato attraverso prestiti a breve in moneta domestica che risultano anche piuttosto costosi.

TAB. 5 Fonti di finanziamento in mercati maturi ed emergenti (percentuale del PIL)

Paese/ Regione	Credito bancario domestico		Obbligazioni domestiche		Capitalizzazione di borsa	
	1999	2005	1999	2005	1999	2005
Brasile	56	62	55	74	42	61
Messico	35	28	12	30	32	34
Argentina	31	38	15	14	30	36
America Lat.	42	45	31	46	36	49
Cina	130	169	22	33	33	39
India	51	65	23	41	42	68
Europa Cent.	40	42	26	46	22	34
USA	80	92	150	163	150	112
Area Euro	122	154	n.a.	n.a.	74	59
Giappone	161	150	134	200	104	94

Fonte: BRI, 2006.

L'espansione dell'attività creditizia, favorita anche dalla graduale ma continua discesa dei tassi domestici, è andata di pari passo con la graduale introduzione di prodotti miranti, in special modo, a soddisfare le esigenze della clientela *retail* che, solo negli ultimi due anni, ha intrattenuto rapporti stabili con il sistema bancario nazionale mentre, in passato, ricorreva a forme meno strutturate di indebitamento. Attualmente la forma più comune di credito alla *clientela retail* (50% del campione analizzato) è la carta di credito, mentre il 28% del campione si indebita direttamente con una banca, il 10% utilizza lo scoperto di conto come forma di finanziamento ed un altro 10% si affida agli operatori specializzati in credito al consumo. In un quadro di espansione dell'attività creditizia anche verso prenditori privati, risulta confortante il fatto che, nel corso del 2005, quasi l'81% dei crediti concessi dalle banche brasiliane di dimensione uguale o superiore ai 5.000 reais sia rimasto nella stessa categoria di rischio, mentre il 10,2% è stato indicato in una categoria di rischio peggiore e solo 1% è stato cancellato perchè divenuto inesigibile.

L'accelerazione dell'attività di concessione dei crediti (+ 11,5% nella seconda metà del 2005) è dominata, in larga misura, dalle banche private locali che detengono una quota pari 46,4% del mercato, seguite dalle banche pubbliche con il 30,6% e da quelle straniere con il 23%. In una prospettiva futura, questa allocazione potrebbe mutare significativamente, poiché le banche private - specialmente quelle con partecipazione straniera, evidentemente dotate di sistemi di valutazione e controllo dei rischi creditizi più sofisticati e di un canale di liquidità fornita dalla casa madre - stanno facendo registrare significativi tassi di crescita in questo segmento del mercato.

Come spesso avviene nei paesi emergenti la principale risorsa di *funding* del sistema bancario brasiliano è costituita dai depositi - oltre il 45% - cresciuti nel secondo semestre del 2005 di quasi 12 punti percentuali. Anche dal lato del passivo la concentrazione bancaria del Brasile è elevata: le prime 100 banche del sistema detengono una quota pari al 93,3% dei depositi totali. A questa quota contribuiscono le banche pubbliche con il 45,5%, quelle private domestiche con il 34,8% e quelle private straniere con il 19,7%. Anche in questo segmento, le banche estere si sono dimostrate le più dinamiche facendo registrare un tasso di crescita pari al 14,7% nella seconda metà del 2005. Questo fenomeno è particolarmente degno di nota una volta tenuto presente che il costo del *funding* per le banche private straniere è del 7,2%, contro un 5,5% ed un 4,4% per le banche private domestiche e per quelle pubbliche, rispettivamente. Benché le altre forme di finanziamento del sistema bancario siano decisamente meno importanti da un punto di vista quantitativo, vale la pena sottolineare la dinamica (+ 22,9%) delle cosiddette *repo transactions* che vengono sempre più utilizzate

come una vera e propria fonte di finanziamento.¹⁷

3.2 Elevato differenziale tra tassi attivi e passivi

A dispetto della indubbia evoluzione ed innovazione del mercato finanziario locale, il differenziale tra tassi attivi e passivi, pur ridotto rispetto al passato, rimane su livelli piuttosto elevati probabilmente per via della grande concentrazione nel settore bancario. Mentre il differenziale medio in America Latina è intorno al 10%, in Brasile è superiore al 33%, il livello più elevato nell'area ed uno dei maggiori al mondo (si veda la TAB. 6)¹⁸.

TAB. 6 Tassi e differenziale di intermediazione

	Tasso attivo (media %)	Tasso passivo (media %)	Spread %
2003	67,1	22,0	45,1
2004	54,9	15,4	39,5
2005	55,4	17,6	37,8
2006	50,8	13,9	36,9
2007 (1)	43,7	10,6	33,1

(1) Stime

Fonte: EIU, (1) Stime.

L'elevato livello dei tassi brasiliani porta con sé anche un'elevata volatilità degli stessi, e quindi

¹⁷ Il mercato interbancario risulta ancora molto concentrato, tanto che vi accedono con una certa regolarità generando un significativo volume di transazioni soltanto 5 o 6 banche tra le prime 50 del sistema finanziario nazionale.

¹⁸ Poiché per il Brasile non viene pubblicato il livello dei tassi applicati alla clientela primaria, è probabile che i numeri forniti qui rappresentino una sovrastima dei tassi effettivamente applicati. In ogni caso i differenziali dei tassi applicati in Brasile appaiono come un *outlier* quando vengono paragonati a quelli prevalenti in altri paesi del mondo.

dell'attività creditizia, con immaginabili conseguenze sul livello ed anche sulla durata degli investimenti che sono, tipicamente a breve/medio termine. La presenza di un differenziale così elevato implica, inoltre, un ricorso diffuso (specie per le piccole e medie imprese) a fonti di finanziamento informali con conseguente aumento dei costi sociali legati a questo fenomeno.

Quali sono le ragioni dell'elevato differenziale? Molte spiegazioni sono state avanzate. La prima è quella che si rifà alla semplice relazione tra l'elevato livello del tasso chiave di politica monetaria, il SELIC, ed il livello e i differenziali dei tassi di mercato applicati alla clientela (World Bank 2006a).

La seconda spiegazione poggia sull'esistenza di vaste sacche di inefficienza nel settore bancario locale ed agli scarsi incentivi alla riduzione dei costi, fenomeno storicamente riconducibile all'esistenza di elevati margini derivanti dal semplice investimento in titoli di stato che, specie nei periodi caratterizzati da elevata inflazione, garantivano elevati rendimenti indicizzati al costo della vita. Inoltre, poiché, nonostante l'indicizzazione, questo tipo di investimenti risultava piuttosto rischioso a causa della potenziale improvvisa scarsità di liquidità, le banche erano solite caricare elevati costi di intermediazione che sono rimasti in vita anche oggi, a dispetto delle generalizzate migliori condizioni sia macroeconomiche che di mercato. I costi di intermediazione presso le banche brasiliane sono del 50% superiori a quelli applicati dalle banche argentine e quasi 4 volte quelli caricati da banche di paesi finanziariamente avanzati quale, ad esempio, la Spagna (World Bank 2006a). Una terza interpretazione enfatizza il ruolo della "incertezza giurisdizionale" (Pinheiro e Cabral, 1999; Arida, Bacha e Lara-Resende, 2005).

All'interno di un sistema giuridico caratterizzato da un elevato grado di incertezza circa l'effettiva applicazione delle leggi e il rispetto delle stesse, viene meno la "volontà di pagare" da parte dei debitori e quindi la "volontà di prestare" da parte delle banche. Inoltre, poiché i debitori possono ricorrere a diverse forme di contenzioso per allungare i tempi di decisione da parte degli organi giudiziari dilatando in tal modo i tempi della restituzione del debito, le istituzioni creditizie ne tengono conto, nel momento in cui determinano i loro prezzi. Una quarta spiegazione (Belaish, 2003) ha sottolineato ulteriormente il potere monopolistico delle banche che, evidentemente non hanno incentivi a ridurre né i costi né i differenziali tra tassi attivi e tassi passivi.

L'elevato livello del differenziale tra tassi attivi e passivi solleva altre due questioni: la prima legata all'effetto negativo sui volumi creditizi, la seconda riguarda invece il rischio di un deterioramento della qualità creditizia dei portafogli. E' evidente che una riduzione del differenziale tra tassi attivi e passivi contribuisce allo sviluppo dell'attività creditizia e alla creazione di un mercato del credito con maggiore profondità, fenomeno che si è iniziato a vedere negli ultimi anni con la graduale discesa dei tassi domestici. Per quanto riguarda la seconda questione, appare invece evidente il fatto che, con tassi di interesse a due cifre, un semplice rallentamento dell'attività economica ed una riduzione dei livelli di reddito può causare un repentino deterioramento della capacità di pagare da parte delle famiglie e delle imprese, con conseguente aumento delle partite incagliate e degli arretrati nei pagamenti. Non è un caso che, dopo il 2003, con la decisa ripresa della crescita economica, la quota di crediti problematici sia passata dal 4,5% del 2002 al 3,1% della fine del 2007.

3.3 Basso grado di dollarizzazione

La gran parte dei paesi dell'America Latina, così come dei paesi emergenti asiatici, è caratterizzata da un elevato grado di dollarizzazione dell'economia e del sistema finanziario, dove più del 40% dei depositi è denominato in dollari. Il Brasile è un'eccezione: la quota di depositi locali in dollari è prossima allo zero, mentre la quota di depositi *off-shore* in dollari sul totale dei depositi (locali ed *off-shore*) è circa il 10%. Anche la quota di crediti denominati in dollari è bassa. Il sistema finanziario brasiliano si può definire quindi de-dollarizzato, una condizione coerente con la quasi totale assenza di disallineamento valutario e di rischio di cambio nei libri delle banche brasiliane, ottenuta anche attraverso alcuni limiti posti alla detenzione di attività finanziarie in valuta straniera. Questa anomalia è da considerarsi positiva, visti i recenti episodi di crisi finanziaria e bancaria manifestatasi in alcuni paesi emergenti. La de-dollarizzazione del sistema bancario brasiliano ha dunque funzionato come un argine di protezione da questo tipo di crisi.

3.4 Elevata (e crescente) profittabilità delle banche

A dispetto delle sue "anomalie", il sistema bancario brasiliano è profittevole. Secondo il FMI (2008), nel 2007 il ROE è stato pari al 27,8%. Le ragioni che spiegano questo tipo di risultato sono riconducibili alla crescita dell'attività creditizia - trainata soprattutto dal finanziamento al consumo, caratterizzato da elevati ricavi e profitti - e al graduale miglioramento nella gestione operativa e dei costi che, pur essendo ancora molto elevati per gli standard internazionali, sono comunque in discesa. I ricavi ed i profitti derivanti dalla fornitura di servizi bancari sono stati più bassi

nel recente passato, anche se caratterizzati da una forte dinamica.

4. Una valutazione della stabilità del sistema bancario

L'area latino-americana è stata caratterizzata nel passato da una notevole vulnerabilità alle crisi gemelle, cioè quelle che colpiscono contemporaneamente il settore bancario e la valuta di un paese. Anche in questa prospettiva il Brasile costituisce un'eccezione, per il fatto di aver conosciuto episodi di crisi valutaria e bancaria che, tuttavia, non si sono presentate contemporaneamente e sono quindi state meno devastanti rispetto alle crisi gemelle che hanno colpito altri paesi.

4.1 Lezioni dal passato: crisi bancarie e valutarie (ma non "gemelle") negli anni '90

Negli ultimi venti anni, il Brasile è stato colpito da crisi del sistema bancario nel 1990 e tra il 1994 e 1996 quando l'introduzione del Piano Real e la riduzione dell'inflazione privò le banche di una larga parte dei loro proventi che si fondavano in prevalenza nell'aggiustamento asimmetrico dei tassi attivi e passivi e nell'attività speculativa contro la propria valuta locale. Il venir meno di questi proventi spinse le banche a perseguire politiche aggressive di concessione dei crediti dando luogo ad un vero e proprio *credit boom* che portò con sé una enorme massa di crediti problematici e situazioni di insolvenza. I costi fiscali e quasi-fiscali di queste crisi bancarie furono pari a 8-9 punti percentuali di Pil, una cifra relativamente bassa se confrontata con i costi (12% del PIL) derivanti da crisi simili in altri paesi emergenti (Goldfajn, Hennning e Mori, 2003).

Il contenimento dei costi delle crisi è ascrivibile, almeno parzialmente, all'esistenza del PROER, il programma di assistenza finanziaria che rese

le crisi meno pesanti di quanto avrebbero potuto essere. Un'altra importante spiegazione del costo relativamente basso delle crisi bancarie brasiliane si trova nella scarsa dollarizzazione e nel mantenimento di depositi in valuta locale. La capacità del sistema bancario brasiliano di agire in maniera proattiva anziché totalmente passiva evitò la "fuga" verso il dollaro e contribuì a mantenere solida la fiducia di famiglie e imprese nelle attività finanziarie denominate in moneta domestica. In questo modo, il sistema bancario poté mantenere piuttosto stabile il valore delle attività finanziarie denominate in valuta domestica anche negli anni più turbolenti della crisi, quando l'inflazione era superiore al 50% al mese, grazie anche ad un complesso sistema di indicizzazione.¹⁹ Tuttavia, l'opinione pressoché comune è che il sistema bancario brasiliano fu in grado di resistere grazie alla tempestiva adozione dei requisiti di Basilea I. Nel giugno 1997, quando la crisi imperversava in Asia, il Brasile alzò il requisito di capitale richiesto alle banche dall'8 al 10% e, poco più tardi all'11%. Inoltre, nel corso del 1998 al Banco Central do Brasil fu concesso il potere di imporre alle istituzioni finanziarie locali l'adozione di sofisticati sistemi di controllo, in linea con le risoluzioni di Basilea. Di conseguenza, quando, nel corso del 1997 e 1998, i tassi brasiliani furono alzati repentinamente per far fronte al contagio delle crisi asiatica e russa, le banche locali erano già adeguatamente capitalizzate, e quando la politica monetaria divenne restrittiva per scongiurare l'attacco speculativo contro il real, lo shock del rialzo dei tassi non si scaricò completamente sulle banche che non detenevano grandi passività in dollari per il fatto che il

¹⁹ Paradossalmente, l'elevata inflazione indusse le banche a dotarsi di sofisticati sistemi automatici per rendere sempre più veloci le transazioni finanziarie.

sistema, come si è già detto, non era dollarizzato.

Quando, nel gennaio 1999, arrivò il momento della crisi valutaria, il Brasile fu in grado di evitare il fenomeno delle *twin crises* perché la crisi valutaria si radicava soprattutto in squilibri di natura fiscale – nel solco della tradizione delle crisi di attacco speculativo di prima generazione di classico stampo sudamericano, che determinò un repentino deflusso di capitale prontamente stabilizzato con la svalutazione del Real e l'abbandono del *crawling peg*. Queste manovre furono tali da limitare nel tempo il deprezzamento del cambio, contrariamente a quanto avvenne, ad esempio, nella crisi asiatica dove la stabilizzazione del cambio richiese molto più tempo (Gruben e Welch 2001). Infine non bisogna dimenticare la solidità del sistema bancario che, sempre grazie all'adozione dei requisiti di Basilea I, risultava caratterizzato da un basso grado di *leverage*, specie se confrontato con i sistemi bancari asiatici. Guben e Welch (2001) sottolineano come i rapporti M2/riserve in valuta, credito bancario/riserve in valuta e credito/capitale fossero molto bassi. Tutte queste considerazioni ci aiutano a capire perché la ripresa del ciclo economico fu veloce: nel corso del 1999 il Brasile rallentò – senza entrare in recessione – facendo registrare una modesta crescita del Pil pari all'1%.

4.2 Il rafforzamento della stabilità finanziaria: da Basilea I a Basilea II ed oltre

Un elemento distintivo che caratterizza i sistemi bancari dei paesi emergenti e li differenzia nettamente da quelli più evoluti è il livello di capitalizzazione che risulta, di norma, molto più elevato. Infatti le Autorità di Vigilanza di molti paesi emergenti, non fidandosi completamente della capacità dei sistemi finanziari da loro regolati di valutare opportunamente i rischi,

richiedono livelli di capitale più elevati di quelli normalmente ritenuti opportuni nei sistemi bancari più sviluppati. Il Brasile non fa eccezione. Benché il Comitato di Basilea²⁰ richieda un *Capital Adequacy Ratio* (CAR) dell'8%, le Autorità brasiliane pongono vincoli molto più stringenti. Infatti il livello minimo di CAR richiesto alle banche che sono sotto la supervisione della Banca Centrale è pari all'11%, mentre alle banche di credito cooperativo e alle banche di sviluppo si richiede, addirittura, un CAR rispettivamente del 15% e del 30%. In effetti, osservando il CAR delle banche brasiliane si nota come questo sia piuttosto elevato: il CAR medio delle prime 50 banche del SFN risulta infatti pari, alla fine di febbraio 2007, al 20,53%, con un minimo dell'11,01% ed un valore massimo del 123,51%. Nel suo *Financial Stability Report*, la Banca Centrale presenta i risultati di due *stress test* in cui viene valutato l'impatto sul CAR derivante da un aumento del rischio creditizio (*downgrading* di due *notches* di tutta la clientela), e quello derivante da un movimento avverso dei tassi di interesse e del tasso di cambio.²¹ I risultati dello *stress test* creditizio applicato ai dati di fine 2005 sono piuttosto confortanti: nonostante una sensibile diminuzione del CAR medio al di sotto del 15%, nessuna delle principali banche brasiliane diverrebbe tecnicamente insolvente, anche se 19 di esse non rispetterebbero più i vincoli di capitale imposti dalla banca centrale e richiederebbero, quindi, un intervento di ricapitalizzazione (anche se di dimensioni non ingenti). Più serio l'impatto sul capitale delle banche derivante da movimenti avversi di tassi e cambio. In questo caso, infatti, il CAR medio

andrebbe al di sotto del 13% e farebbe scendere al di sotto della soglia regolamentare il capitale di 31 delle principali banche del paese. L'impatto quantitativamente più significativo si avrebbe sulle banche private con capitale straniero che, verosimilmente, sono quelle più impegnate nelle attività di trading sui mercati finanziari e quindi più esposte ai rischi di mercato. La combinazione di entrambi questi stress (creditizio e di "mercato") farebbe scendere il CAR medio al 10,6% e renderebbe necessario un intervento di ricapitalizzazione in 53 delle principali banche del paese.

La struttura proprietaria delle banche brasiliane mette in evidenza una caratteristica del sistema finanziario nazionale che differenzia il paese dalla maggior parte degli altri paesi emergenti. Infatti, contrariamente a quanto avviene, ad esempio, nell'area dell'Europa Centrale ed Orientale, dove i sistemi bancari sono sostanzialmente dominati dalla presenza di banche occidentali multinazionali, in Brasile, come si è visto, le banche di proprietà domestica – pubblica o privata che sia – costituiscono una parte importante del sistema finanziario, con una quota di mercato complessiva di circa l'80%. Questo fatto, in una logica di rapporto tra *home* e *host regulators* in base alla quale la responsabilità più ampia nei processi di validazione dei modelli interni previsti da Basilea II ricade sull'Autorità che vigila la banca capogruppo, implica che l'Autorità di Vigilanza brasiliana dovrà sopportare un peso relativamente maggiore nell'attività di supervisione e di *roll-out* di Basilea II, nonostante il deciso miglioramento delle procedure e del governo dei rischi che ha caratterizzato il sistema bancario brasiliano nell'ultimo decennio. Questo miglioramento è stato accompagnato, negli stessi anni, anche dall'impegno profuso dall'Autorità di Vigilanza

²⁰ Ci si riferisce qui, naturalmente, a Basilea I.

²¹ Per i dettagli quantitativi si rimanda al *Financial Stability Report* del maggio 2006.

brasileña que ha implementado l'acuerdo de Basilea I nel 1994, ha participado ai grupos de trabajo del Comitado de Basilea per i países esclusi dal G-10 contribuyendo alla raccolta di dati, ha participado al Quantitative Impact Study (QIS) nel 2001 (QIS 3) e nel 2005 (QIS 5), e, primo tra i Regulators dei países emergenti, ha publicado l'agenda dell'implementazione di Basilea II nel 2004, accompagnandola con le linee guida e le definizioni necessarie a procedere alla validazione e alla definitiva implementazione nel 2011, con alcuni importanti cenni sia al secondo che al terzo Pilastro.

Tutte le principali banche del paese adottano da tempo, sia per il portafoglio *corporate* che per quello *retail*, modelli interni di valutazione del merito di credito, anche se molto lavoro deve ancora essere svolto, a livello sistemico, circa la raccolta delle basi di dati statisticamente significative per la stima dei parametri di rischio da applicare soprattutto a riguardo delle controparti bancarie che, tradizionalmente, sono caratterizzate da tassi di *default* particolarmente bassi. Questo problema della scarsità di serie storiche con episodi sufficientemente significativi di insolvenza è piuttosto tipico dei mercati emergenti, specie durante una fase del ciclo caratterizzato, come quella attuale, da un mercato del credito relativamente liquido. Non si può quindi escludere che le Autorità brasiliane richiedano serie storiche più lunghe di quelle normalmente accettate (tre anni). Insieme ai concetti di "probabilità di *default*", "perdita attesa", "perdita inattesa", "capitale economico", è stato introdotto, verso la fine degli anni '90 nel sistema bancario brasiliano, anche il concetto di rischio operativo riferito soprattutto ai casi di frode e di furto. Per questa ragione, appare ragionevole ritenere che, anche nel caso dei rischi operativi, le principali banche brasiliane adotteranno il metodo avanzato per la stima del

capitale assorbito per rischi operativi. Soltanto le banche domestiche di dimensione medio-piccola resteranno ancora per molto tempo ancorate ai modelli standard che, tuttavia, data l'elevata consapevolezza del concetto di rischio in un moderno sistema finanziario, saranno realizzati senza ulteriori elevati investimenti né in capitale umano né in tecnologie.

5. Conclusioni

Il sistema bancario brasiliano è stato caratterizzato da importanti e profondi mutamenti strutturali. Alla fine degli anni '80 il sistema bancario era dominato da banche commerciali di proprietà pubblica: il credito "controllato" era il principale strumento utilizzato e la competizione molto scarsa, con una limitata presenza di banche straniere. All'inizio del nuovo millennio la quota di banche pubbliche risulta decisamente inferiore, mentre il ruolo delle banche universali di proprietà privata (sia domestica che straniera) è notevolmente cresciuto. Nella stragrande maggioranza dei casi, oggi, il credito viene allocato nell'ambito di un mercato di tipo concorrenziale.

La struttura attuale del sistema riflette il profondo mutamento dispiegatosi nel corso della seconda metà degli anni '90, subito dopo l'introduzione del Plano Real del 1994. Il processo di ristrutturazione che favorì la stabilizzazione macroeconomica e sostenne i vari piani del governo (PROER, PROES e PROEF) non fu comunque indolore, anche se i costi, in particolare delle crisi, furono bassi, specie se rapportati ad altre zone del mondo.

In ogni caso, il sistema bancario brasiliano presenta ancora numerose anomalie e peculiarità. Secondo gli standard internazionali il mercato interbancario è ancora poco liquido, i differenziali tra tassi attivi e passivi sono ancora

elevati con pesanti conseguenze sull'accumulazione del capitale. Da un lato le banche brasiliane, specie le principali, mostrano elevati livelli di capitalizzazione, una notevole attenzione al controllo e alla gestione dei rischi ed una notevole capacità di adattare l'offerta dei prodotti finanziari alla crescente evoluzione e dinamicità della domanda che proviene, soprattutto, dalla clientela *retail*, oltre ad una notevole capacità di produrre valore aggiunto. Dall'altro, il sistema bancario brasiliano, che pure si è lasciato definitivamente alle spalle gli episodi di insolvenza della metà degli anni '90 e la scarsa fiducia di cui godeva, appare tuttavia ancora estremamente concentrato sia a livello di quote di mercato che a livello geografico. Neppure l'attuale tendenza globale di progressivo consolidamento attorno a pochi grandi gruppi bancari multinazionali lascia presagire che la concentrazione bancaria brasiliana sia destinata a lasciare spazio ad una maggiore dispersione geografica e, soprattutto, di quote di mercato.

Particolarmente degno di nota appare il ruolo dell'Autorità di controllo che dimostra una grande attenzione alla valutazione ed alla salvaguardia della stabilità finanziaria del sistema, unita ad una notevole trasparenza in termini di informativa al mercato e agli investitori. Anche l'atteggiamento mostrato nei confronti delle questioni legate alla preparazione e alla diffusione della normativa ed alle azioni atte a favorire il *roll out* di Basilea II nel sistema finanziario brasiliano induce a ritenere che, insieme alla progressiva stabilizzazione macroeconomica, anche il sistema bancario brasiliano si stia ormai muovendo su un equilibrio dinamico di sviluppo e di progressiva convergenza verso le *best practices* internazionali.

Bibliografia e letture consigliate

Arida P., Bacha, E. and Lara-Resende A. (2005), "Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty. Conjectures for the Case of Brazil" in Goldfajn I. and Giavazzi F., (eds), "Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience: 199-2003", Cambridge, Mass, The MIT Press.

Blanchard, O. (2004), 'Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil', NBER Working Paper 10389, at <http://www.nber.org/papers/w10389>.

Centro de Políticas Sociais (2006), "Poverty, Inequality and Stability: the Second", mimeo, at http://www.fgv.br/cps/pesquisas/site_ret_eng/.

De Carvalho Filho I., and Chamon, M. (2006), "The Myth of Post Reform Income Stagnation in Brazil", IMF WP/06/275.

Eichengreen, B., Hausmann R. and Panizza, U. (2004), "The Mystery of Original Sin", in Eichengreen B. and Hausmann R. (eds.), "Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies" University of Chicago Press.

Favero C., and Giavazzi, F. (2004), "Inflation Targeting and Debt: Lesson from Brazil", NBER Working Paper 10390, at <http://www.nber.org/papers/w10390>.

Goldfajn, I. Hennings, K. and Mori, H. (2003), "Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitution, but Struggling to Promote Growth", Banco Central do Brasil, Working Paper series no. 75.

Gruben, W. and Welch, J. (2001), "Banking and Currency Crisis Recovery: Brazil's Turnaround of 1999", Federal Reserve Bank of Dallas, Economic and Financial Review.

IMF (2007), “Regional Economic Outlook - Western Hemisphere”, World Economic and Financial Surveys, April 2007.

IMF (2008), “Global Financial Stability Report”, April.

Nakane M and Weintraub D.B. (2005), “Bank Privatization and Productivity: Evidence for Brazil”, Journal of Banking & Finance.

Pinheiro, A. and Cabral, C. (1999), “Credit Markets in Brazil: the Role of Judicial enforcement and Other Institutions”, Inter-American Development Bank, Working Paper R-368.

Pinheiro, A., Gill, I., Serven, L. and Thomas, M. (2004), “Brazilian Economic Growth, 1900-2000: Lessons and Policy Implications”, Inter-American Development Bank, Economic and Social Study Series RE1-04-011.

World Bank (2006a), “Brazil: Interest Rates and Intermediation Spreads”, Brazil Country Management Unit, Report no. 36628-BR.

World Bank (2006b), “Financing Growth”, at <http://www.financial-indicators.org/resources/financing-growth.pdf>.