

**La crisi globale**  
LA FINANZA PUBBLICA

**Maxi-rimborsi.** In scadenza 550 miliardi di titoli governativi a medio-lungo termine

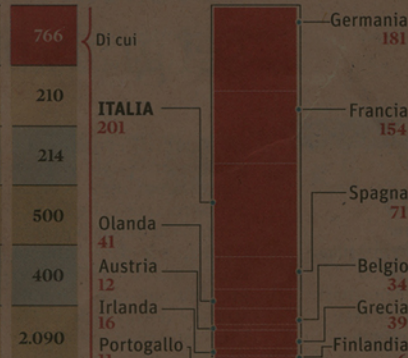
**Raccolta straordinaria.** Oltre mille miliardi per deficit e intervento statale sulle banche

**La grande vendita dei debiti**

**LE EMISSIONI IN CONCORRENZA NELL'UE**

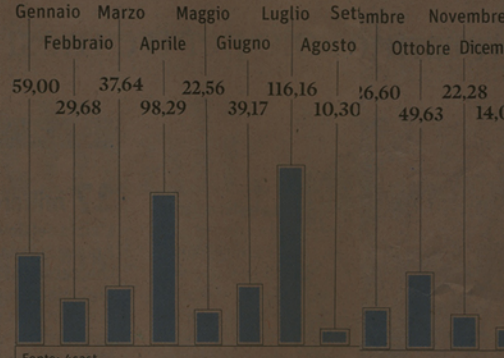
Anno 2009. Dati in miliardi di euro

Titoli di Stato in Eurolandia con capitalizzazione fatte	766
Titoli di Stato in Eurolandia con capitalizzazione annunciate	210
Titoli di Stato del Regno Unito	214
Obbligazioni bancarie garantite dagli Stati	500
Bond di agenzie pubbliche e sovranazionali	400
<b>TOTALE</b>	<b>2.090</b>



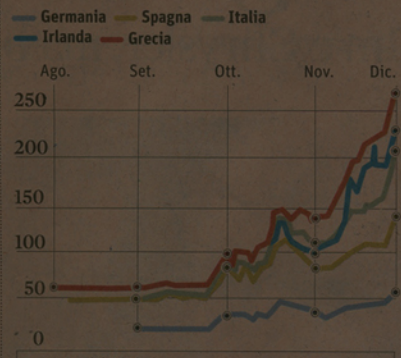
**TITOLI DI STATO IN SCADENZA**

Bond a medio-lungo termine nell'Eurozona. Dati in miliardi di euro



**L'ESPLOSIONE DEL RISCHIO-PAESE**

Centesimi di punto percentuale sui credit default swap



# È partita la gara tra Stati sui bond

## Settore pubblico a caccia di liquidità: in previsione emissioni per 2mila miliardi

**Isabella Bufacchi**  
ROMA

Oltre 2mila miliardi di euro di titoli di Stato a medio-lungo termine, obbligazioni di agenzie pubbliche ed enti sovranazionali, bond bancari con garanzia statale saranno messi in offerta l'anno prossimo in Europa. Molti serviranno a rimborsare debiti in scadenza. Ma le emissioni al netto dei rimborsi si conteranno in centinaia di miliardi, a copertura di ricapitalizzazioni delle banche europee con fondi pubblici; finanziamento di fabbisogni e deficit pubblici per sostenere l'economia con più investimenti e credito a imprese e famiglie; prestiti degli Stati alle banche anche tramite agenzie di debito speciali; maggior ricorso a Bei, enti sovranazionali, fondi sovrani e casse depositi e prestiti.

**IL MERCATO**  
Già a dicembre gara di aste tra Governi: Portogallo e Spagna in difficoltà, il Tesoro italiano mette a frutto la sua esperienza

**SPREAD SOTTO PRESSIONE**  
Molta offerta ma poca domanda: aumentano i costi dei collocamenti per tutti i membri della zona euro ma i tagli della Bce aiutano

La crisi finanziaria e di liquidità è iniziata nel settore finanziario privato e ora si è trasferita nel settore pubblico, dopo aver scatenato i timori del rischio-sistemico e aver provocato una violenta recessione. Il mercato dei bond si sta adeguando, riconvertendosi dal rischio-banca al rischio-Paese. L'affidabilità degli Stati in veste di debitori sta entrando in una nuova dimensione (si veda articolo sotto e scheda) perché la carenza della liquidità e del credito e la fragilità dei sistemi bancari nazionali sono ele-

menti nuovi di valutazione dell'affidabilità creditizia sovrana, con effetti destabilizzanti per alcuni e punti di forza per altri. La proiezione dei 2mila miliardi di "carta" potrebbe rivelarsi sottostimata o sovrastimata. Su questo calcolo si stanno esercitando operatori e ministri. Il punto di partenza sono i titoli di Stato a medio-lungo termine in euro in scadenza l'anno prossimo per circa 550 miliardi. A questi vanno sommati 200 miliardi per finanziare i deficit nell'eurozona, altri 200-300 miliardi di ricapitalizzazioni delle banche con le casse statali. Gli investitori attratti dal rischio-Stato attingono a un nuovo bacino: le obbligazioni bancarie garantite dagli Stati. Secondo Morgan Stanley nel 2009 ne verranno emesse per 500 miliardi. Un'altra categoria in ascesa di bond quasi-pubblici sarà quella di Bei, Kfw, Cdc, Cdp, Comunità europea, nuovi fondi sovrani o nuove agenzie pubbliche in stile francese. Molti Stati ricorreranno ai titoli a brevissimo termine, come i Bot, per comprare tempo.

La competizione tra Stati venditori di titoli di debito è tuttavia scattata in anticipo con aste straordinarie già in questo finale d'anno. Secondo Morgan Stanley nei primi tre mesi del 2009 le emissioni di bond governativi a medio termine in euro potrebbero toccare i 250 miliardi: con costi di raccolta in ascesa, sopra il tasso Euribor per tutti. Ciaran O'Hagan, strategist di Société Générale, ha calcolato che il taglio dei tassi della Bce farà risparmiare ai ministri del Tesoro di Eurolandia una novantina di miliardi tra il 2008 e il 2009: una boccata d'ossigeno. Ma intanto il Tesoro italiano ha ripristinato, dopo sei anni di cancellazioni, l'asta di metà dicembre per anticipare la raccolta del 2009, annata molto pesante con 160 miliardi di euro di BTp, Cct e Ctz in scadenza e un deficit di bilancio attorno ai 40 miliardi. «La gestione estremamente attenta ed efficace del debito pubblico è una

**LE PAROLE-CHIAVE**

**DEBITO/PIL**  
Questo parametro di Maastricht resta fondamentale per il rating degli Stati. Il 104% dell'Italia è alto rispetto a Usa (66%), Germania (62%), Francia (65%), Spagna (35%) Irlanda (26%) ma basso contro Giappone (196%) e in linea con Grecia (90%) e Belgio (80%)

**ROLL-OVER**  
La crisi di liquidità ha messo l'accento sull'entità dei titoli di Stato in scadenza nel 2009 e nel 2010. L'Italia l'anno prossimo deve rimborsarne per 160 miliardi di euro (Bot esclusi) e finanziare almeno 40 miliardi di fabbisogno

**IL RISPARMIO DEI PRIVATI**  
L'alto tasso di risparmio delle famiglie è un'importante rete di sicurezza per gli Stati debitori alle prese con forte avversione al rischio degli investitori istituzionali anche esteri, minor leva nel sistema finanziario, scarsa liquidità e ridotto accesso al credito. Questo è un punto di forza dell'Italia

**SOPRAVVIVENZA PASSIVA**  
Il concetto di «contingent liabilities» è entrato nella valutazione del rischio-Paese perché molti Stati con sistemi bancari in difficoltà (titoli tossici, sottocapitalizzazioni e crisi di liquidità) hanno deciso di farsi carico dei problemi delle banche con interventi finanziati dai contribuenti. Questo è un punto di forza per l'Italia perché il sistema bancario è più solido di altri

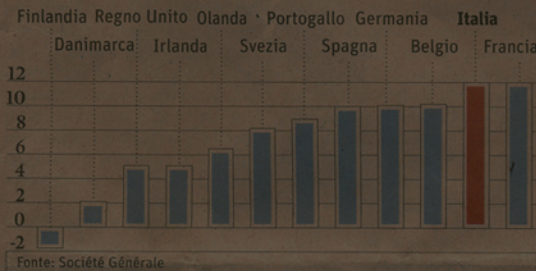
**RISCHIO-LIQUIDITÀ**  
Il problema della scarsa liquidità si è trasferito dal sistema bancario (aiutato dai finanziamenti illimitati delle banche centrali) al settore pubblico

tradizione in Italia - afferma convinto Marco Annunziata, chief economist del gruppo Unicredit - Il Tesoro sa come muoversi con elasticità in momenti difficili e questo è un punto a nostro favore. Spagna e Portogallo non hanno pianificato adeguatamente le aste in questo fine anno e hanno colto di sorpresa il mercato: con l'aggravante che questo dicembre la liquidità è più scucata di più rispetto al passato».

Il terreno è decisamente arido: i grandi portafogli hanno chiuso i battenti con anticipo, spaventati dalla volatilità dei prezzi, dalle valanghe di vendite dovute all'accelerazione del «de-leveraging» (smontata la leva nei bilanci di banche e hedge fund anche con vendita di asset). L'avversione al rischio su scala globale è incontenibile e la domanda si sta concentrando sul titolo di Stato più solido e liquido per eccellenza, il Bund tedesco. Il differenziale del rendimento tra Germania e bond governativi «periferici» (Grecia, Italia, Spagna, Irlanda) è ai massimi storici da quando è nato l'euro (Grecia e Italia ben oltre i 100 centesimi tra i due e i trent'anni) e il costo dell'assicurazione sul mercato dei credit default swap, contro l'insolvenza degli Stati europei più indebitati o con sistemi bancari più disastrati, è alle stelle: l'Irlanda ha un rating «AAA» ma il suo premio a rischio va oltre lo 0,60% sopra l'Euribor. Il punto di domanda è: questi spread lieveranno ancora nel 2009? «L'allargamento tra BTp e Bund, il rischio-Italia nei credit default swap non sono minimamente giustificati dai fondamentali. È in atto un'esagerata avversione al rischio ma secondo me l'ultimo trimestre 2008 è il punto peggiore della crisi - pronostica Annunziata - Le notizie sono solo negative e gli investitori hanno perso fiducia, il loro pessimismo è esasperato. Quando la Bce taglierà ulteriormente i tassi, i 100 centesimi di spread tra BTp e Bund diventeranno ancor più appetibili».

**Risparmio delle famiglie**

Dati in % del Pil



**Cambiano i criteri di valutazione**

## Risparmio privato nelle nuove «pagelle»

ROMA

Sul rating degli Stati non deve pesare solo il debito pubblico in termini di Pil ma anche quello delle famiglie: se ne discuterà al G-20, su iniziativa dell'Italia. Lo ha annunciato ieri il presidente del Consiglio Silvio Berlusconi in un'intervista al Messaggero. In effetti mercati e agenzie di rating si sono già mossi in questa direzione. Tanto più gli Stati intervengono con denaro pubblico per rafforzare sistemi bancari sottocapitalizzati o in crisi di liquidità e tanto maggiore sarà il peso sul rischio-Stato del risparmio delle famiglie, del rimborso del debito pubblico in scadenza, delle dimensioni dei «buchi» delle banche da sanare. La capacità degli Stati di rimborsare puntualmente e integralmente il debito viene misurata ora dal mercato non più in termini di «vecchi rating». La tripla «A» irlandese per esempio vale molto meno di quella tedesca: l'Irlanda contempla di portare il deficit/Pil all'8-10% ma anche perché le sei grandi

banche irlandesi sono arrivate sull'orlo della bancarotta e per salvarle lo Stato ricorre al debito senza poter contare sul risparmio dei propri cittadini, molto indebitati e poco risparmiatori. I credit default swap a cinque anni sul rischio-Irlanda segnano uno spread di 200 centesimi di punto percentuale: una possibilità di bancarotta al 15% in un quinquennio, del 30% in dieci anni. Anche il risparmio delle famiglie nel Regno Unito è modesto: è anche per questo che alle banche inglesi l'organo di vigilanza Fsa intende imporre di aumentare - per centinaia di miliardi - la quota dei titoli di Stato in portafoglio? Per contro il risparmio dei privati, la contenuta esposizione del sistema bancario a titoli tossici e leva finanziaria, sono punti di forza dell'Italia: serviranno a contabilizzare l'elevato debito/Pil oltre il 100% e l'impegnativo rimborso dei titoli di Stato nella gara a chi collegherà più bond l'anno prossimo.

**Le regole. John Wilcox (Sodali, Gruppo GWM)**

## «Ora un faro sulle agenzie di rating»

Laura Galvagni

Più trasparenza, nuove regole chiare in termini di corporate governance e un faro sulle agenzie di rating. John Wilcox, chairman di Sodali, società di consulenza su tematiche di corporate governance e relazioni con i grandi investitori del gruppo GWM, è consulente indipendente del fondo pensione Tiaa Cref, non ha dubbi: «Se per uscire dalla crisi serve una consistente iniezione di fiducia, per evitare che l'economia globale piombi nuovamente in una così dura fase di recessione sarà necessario rivedere alcuni meccanismi chiave dei sistemi finanziari». A partire dal modello retributivo, per arrivare all'annosa questione del conflitto di interesse, passando per la corporate governance delle aziende. Ma questi saranno argomenti che potranno essere affrontati solo una volta superata l'emergenza.



Chairman Sodali, John Wilcox

**LA VIGILANZA**

«Il controllore non può essere pagato dal controllato: serve un organismo indipendente che vigili su chi valuta»

**LA TRASPARENZA**

«Non c'è un modello unico di corporate governance: servono però standard su potere degli azionisti e comunicazione»

l'operato delle agenzie. Come è stato fatto per i revisori contabili dopo lo scandalo Enron. La Sarbanes-Oxley ha infatti creato la "Public company accounting oversight board" che si occupa di monitorare gli auditor anche attraverso ispezioni e l'applicazione di sanzioni. Di certo, nell'immediato i mercati «necessitano di una dose di trasparenza decisamente maggiore» che porti a un ripensamento generale sia della corporate governance che dei sistemi di retribuzione dei manager. «Non esiste una ricetta già scritta di come debba essere la governance di un'azienda. Il modello di per sé stesso deve essere flessibile perché cambia a seconda degli uomini che lo applicano. Ciò non toglie che debbano essere fissati degli standard comuni in termini soprattutto di comunicazione interna, di qualità delle persone e di potere di rappresentanza degli azionisti».

E le retribuzioni? «Anche qui credo si debbano pensare delle regole precise. In quelle società dove lo Stato è diventato azionista di certo vanno imposti dei limiti salariali alle massime cariche. Il tema cruciale è comunque capire quanto deve essere pagato un amministratore delegato e per che cosa si vuole pagarlo». Wilcox ritiene infatti che una delle cause della crisi sia stata proprio la ricerca spasmodica del profitto che, gonfiando i bilanci, riempiva anche i portafogli delle massime cariche delle aziende.