

## V. Turbolenza nei mercati delle attività

### Aspetti salienti

A un osservatore che disponesse soltanto di dati su base annua, il periodo sotto rassegna si presenterebbe semplicemente come la continuazione delle tendenze in atto negli anni precedenti. Rispetto agli inizi del 1998, nella maggior parte dei paesi industriali i mercati azionari hanno fatto segnare nuovi massimi, i rendimenti dei titoli di Stato sono ulteriormente discesi e i prezzi degli immobili hanno consolidato la propria ripresa. Da tale quadro poco o nulla trasparirebbe del fatto che gli eventi caratterizzanti del periodo si sono prodotti nei due mesi seguiti all'annuncio della moratoria sul debito russo a metà agosto. Durante questo breve arco di tempo i mercati finanziari di tutto il mondo sono stati percorsi da straordinarie tensioni, tali da indurre gli operatori e le autorità a temere un'imminente implosione del sistema finanziario. Poiché gli investitori parevano rifuggire praticamente ogni tipo di rischio, la liquidità si è esaurita sia sui mercati dei paesi industriali che in quelli delle economie emergenti, e molti mutuatari non sono stati in grado di raccogliere fondi neanche a tassi punitivi. Con la sola eccezione dei titoli di Stato dei maggiori paesi industriali, tutte le categorie di attività hanno subito perdite di valore, mentre si sono arrestate le emissioni sul mercato primario. Ugualmente rimarchevoli sono state però la ripresa dei corsi azionari nella maggioranza dei paesi, a partire da novembre, e la relativa calma ritornata sui mercati del reddito fisso. La prima parte di questo capitolo esamina l'andamento dei prezzi delle attività nel mondo industriale e offre alcuni spunti di riflessione sulle questioni connesse con l'attuale livello delle quotazioni azionarie.

Gli eventi dello scorso anno, per quanto straordinari nella loro portata, si potrebbero plausibilmente considerare un naturale corollario del paesaggio finanziario odierno, così come è stato riplasmato dall'agire congiunto dell'innovazione e della liberalizzazione. La maggiore ampiezza e complessità dei mercati, mentre accresce la loro efficienza nell'allocazione del capitale e del rischio, li rende al tempo stesso più esposti al pericolo di instabilità, in quanto la più stretta integrazione dei vari segmenti permette alle tensioni di propagarsi con una rapidità mai vista prima d'ora. Traendo spunto dal più recente episodio di turbolenza, la seconda parte del capitolo considera alcune caratteristiche salienti del comportamento dei mercati finanziari in periodi di stress.

### Evoluzione dei mercati delle attività nei paesi industriali

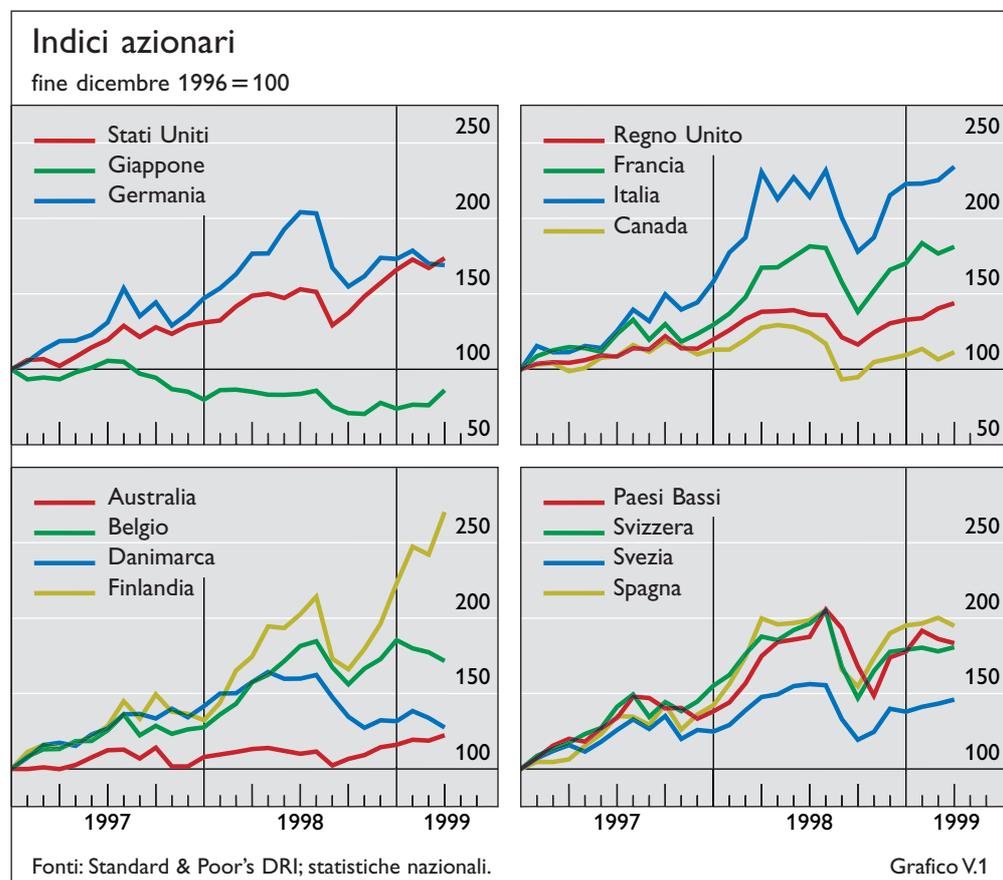
I mercati finanziari maturi, a prescindere dal Giappone, avevano mostrato una considerevole resilienza di fronte alle turbolenze che avevano investito il Sud-Est asiatico nel 1997. Agli inizi del 1998 sembrava che, a parte i parametri storici di

valutazione, praticamente nulla potesse minacciare la tendenza ascendente dei prezzi delle attività finanziarie. La ridotta domanda proveniente dall'Asia veniva vista come un benefico fattore di freno delle pressioni sui prezzi nel Nord America, dato l'andamento esuberante della domanda interna. In Europa, con il venir meno delle incertezze circa la composizione iniziale dell'area dell'euro, i mercati finanziari stavano già scontando i potenziali benefici futuri derivanti dall'introduzione della moneta unica. Una volta che i corsi azionari hanno recuperato il terreno perso, superando addirittura i precedenti massimi, l'unica traccia lasciata dalla correzione dell'ottobre 1997 è stata una scia di incertezza, evidente nel permanere di una volatilità relativamente elevata. Questo ottimismo è stato bruscamente scosso dall'annuncio della Russia di una moratoria su parte del suo debito nazionale. Tale annuncio ha agito da catalizzatore nel provocare un generale mutamento delle valutazioni degli operatori, innescando una reazione a catena che ha rapidamente investito quasi tutti i segmenti di mercato e in molti casi ne ha compromesso la capacità di funzionamento. Le tensioni si sono gradatamente smorzate dopo l'ottobre 1998, grazie anche all'allentamento delle condizioni monetarie nella maggior parte delle principali economie, non prima però di aver suscitato apprensioni circa la redditività, e talvolta la sopravvivenza stessa, di importanti intermediari finanziari.

### Mercati azionari

Forte discesa dei corsi in autunno ...

Con l'eccezione notevole del Giappone, i prezzi azionari hanno continuato la loro ascesa verso nuovi massimi fino alla metà del 1998. Nella maggior parte dei



principali mercati questa tendenza si è interrotta a metà luglio sullo sfondo di timori per l'impatto della crisi finanziaria asiatica sui profitti societari. La mutata percezione del rischio da parte degli operatori in seguito alla moratoria sul debito russo ha esercitato ulteriori pressioni al ribasso. Ne è conseguito il maggiore arretramento delle quotazioni azionarie dal 1987, con cali dei principali indici borsistici fra il 20 e il 40% nel periodo dalla metà di luglio alla prima settimana di ottobre. Le perdite sono state particolarmente pesanti nell'Europa continentale, forse a causa degli stretti legami economici con la Russia e della contemporanea percezione di un indebolimento dell'attività produttiva. Durante il quarto trimestre i mercati azionari si sono ripresi in tutte le maggiori economie, e in molti casi i prezzi sono risaliti ai livelli di inizio estate. Sebbene alla ripresa abbia contribuito l'allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa, se non altro in quanto segnale della prontezza delle banche centrali nel fronteggiare i pericoli posti dalla turbolenza dei mercati finanziari, la rapidità del recupero ha nondimeno sorpreso molti osservatori. Il rimbalzo è stato particolarmente marcato negli Stati Uniti, dove i corsi azionari hanno chiuso l'anno a livelli record. In Giappone, per contro, la perdurante recessione ha continuato a deprimere le quotazioni per gran parte del periodo sotto rassegna. Il rialzo delle azioni bancarie, dovuto all'accresciuta fiducia degli investitori a riguardo della progettata ristrutturazione del settore creditizio, ha consentito una limitata ripresa dei mercati giapponesi nel primo trimestre 1999.

... e successivo recupero

Gli attuali livelli dei prezzi delle azioni potrebbero dare motivo di preoccupazione, almeno se li si giudica secondo i parametri di valutazione storici. I rendimenti azionari sono andati calando nella maggior parte dei paesi del G10 a partire dai primi anni ottanta, poiché le quotazioni sono salite più rapidamente dei dividendi distribuiti. Attualmente, fatta eccezione per il Giappone, l'Italia e la Svezia, i rendimenti azionari sono prossimi ai minimi storici, e li hanno effettivamente raggiunti nel Regno Unito e negli Stati Uniti (tabella V.1). Posto che i

Indici di valutazione dei prezzi azionari <sup>1</sup>								
	Rapporto dividendo/prezzo				Rapporto prezzo/utile <sup>2</sup>			
	Minimo		Media	Marzo 1999 <sup>3</sup>	Massimo		Media	Marzo 1999 <sup>3</sup>
	livello	data			livello	data		
Stati Uniti	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Giappone	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Germania	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
Francia	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italia	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Regno Unito	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Canada	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Paesi Bassi	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Belgio	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Svizzera	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Svezia	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

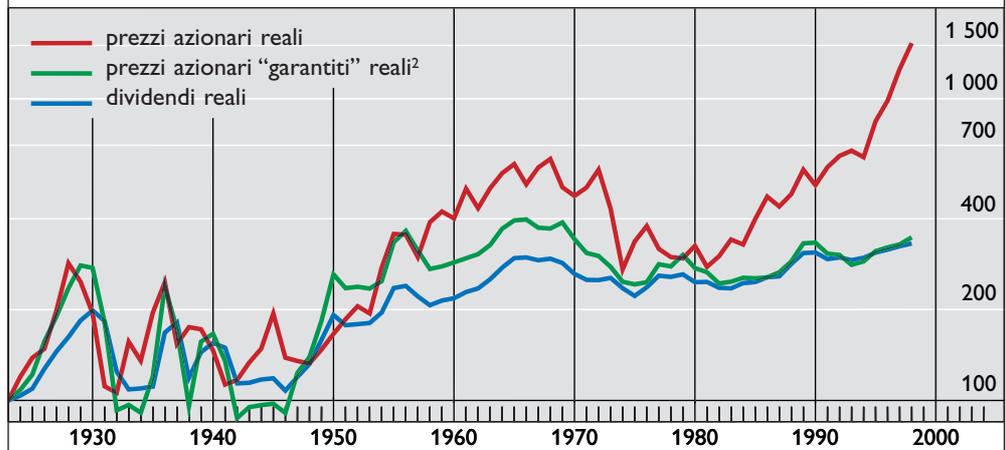
<sup>1</sup> Dal 1973, sulla base di dati giornalieri. <sup>2</sup> Per l'Italia, dal giugno 1986; per il Regno Unito, dal 1980; per il Canada, escludendo gli anni 1991-94, in cui il rapporto è stato eccezionalmente elevato a causa degli utili molto bassi conseguenti allo stralcio di attività (massimo nel 1994: 504). <sup>3</sup> Fine mese.

Fonte: Datastream. Tabella V.1

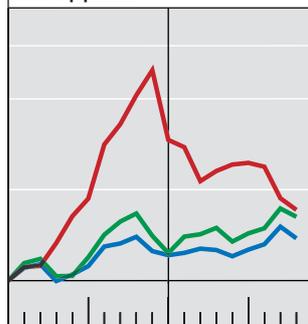
## Prezzi azionari effettivi e “garantiti” e dividendi

indici, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo, a fine anno (scala semilogaritmica)<sup>1</sup>

### Stati Uniti



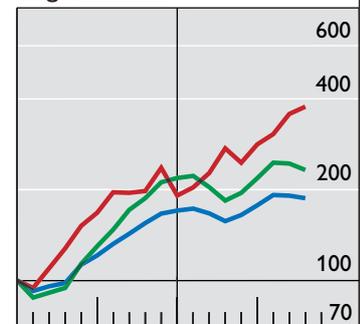
### Giappone



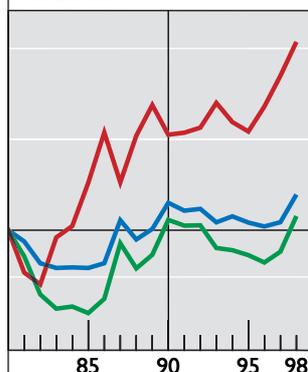
### Germania



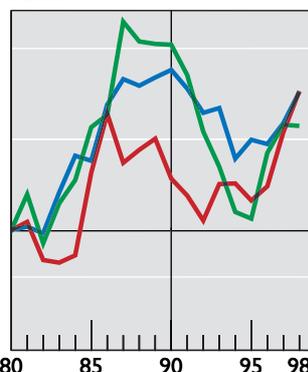
### Regno Unito



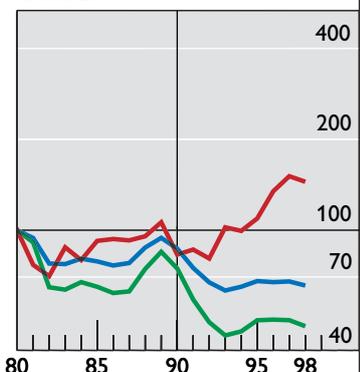
### Francia



### Italia



### Canada



<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti, 1923 = 100; per gli altri paesi, 1980 = 100. <sup>2</sup> Ipotesizzando che gli investitori estrapolino la crescita media passata dei dividendi (Barsky e De Long, “Why does the stock market fluctuate?”, *The Quarterly Journal of Economics*, maggio 1993).

Fonti: Standard & Poor's Statistical Service; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico V.2

Le quotazioni correnti sono difficili da spiegare in base ai parametri storici ...

dividendi continuano ad aumentare all'incirca con il ritmo medio del passato, il livello generalmente basso dei rendimenti azionari implica che molti mercati azionari siano attualmente sopravvalutati. Nel caso degli Stati Uniti il mercato rialzista iniziato nei primi anni ottanta presenta una certa somiglianza con quello degli anni cinquanta e sessanta, anch'esso caratterizzato da rendimenti calanti. Questa lunga fase ascendente del mercato azionario si conclude con la brusca caduta delle quotazioni seguita al primo shock petrolifero del 1973.

Un protratto calo dei rendimenti azionari sarebbe peraltro compatibile con l'aspettativa di un aumento permanente del tasso di crescita futuro dei dividendi reali. Posto che gli investitori estrapolino al futuro i recenti tassi di incremento dei dividendi, la forte progressione di questi ultimi osservata, per esempio, nel Regno Unito dalla metà degli anni ottanta e in Germania dalla metà di questo decennio potrebbe in effetti essere una ragione del rialzo ancor maggiore dei corsi azionari in questi due paesi. Tuttavia, le quotazioni correnti rimangono in gran parte inspiegate, poiché una crescita "garantita" dei prezzi delle azioni basata su questo assunto non trova riscontro nei tassi di incremento osservati (grafico V.2). Inoltre, questa ipotesi non può giustificare la forza dei mercati azionari a livello mondiale, in quanto la tendenza recente dei dividendi è stata quella di un aumento modesto in paesi come gli Stati Uniti e la Francia, e di un loro regresso in Canada. Un altro possibile motivo per attendersi un prossimo aumento dei dividendi sarebbe una forte crescita degli utili societari per un periodo prolungato. Tuttavia, la Germania è l'unico paese in cui a partire dal 1980 la progressione degli utili abbia sopravanzato quella dei dividendi. Gli utili reali per azione sono aumentati all'incirca con lo stesso ritmo dei dividendi reali unitari negli Stati Uniti e in Francia, e con un ritmo inferiore nelle altre economie del G10 (tabella V.2). Infine, il recente aumento degli acquisti di azioni proprie – spesso un sostituto della distribuzione di dividendi – potrebbe essere un'ulteriore ragione per cui rendimenti azionari inferiori alla media non sono necessariamente sintomatici di una sopravvalutazione del mercato. Tuttavia, gli acquisti di azioni sociali, particolarmente rilevanti in Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti, non incidono forzatamente sul livello corrente degli indici prezzo/utile, il quale è ben superiore ai valori medi storici in tutti i mercati (tabella V.1)

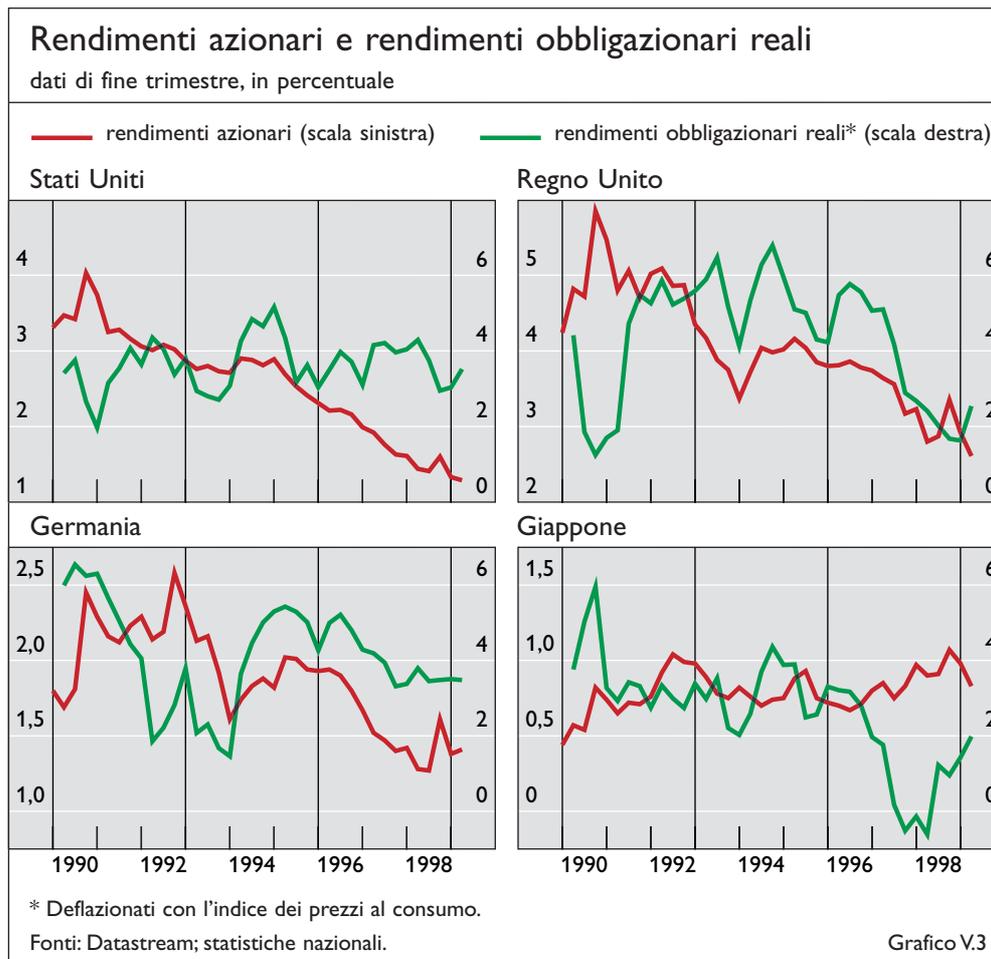
... o ai trends recenti ...

Una spiegazione plausibile della combinazione di bassi rendimenti ed elevati indici prezzo/utile in molti mercati potrebbe poi risiedere nel fatto che gli

Dividendi reali e utili reali unitari <sup>1</sup>				
	Dividendi reali	Utili reali unitari		Crescita implicita futura degli utili <sup>3</sup>
	Tasso di crescita medio annualizzato			
	1980–1998		rispetto al precedente minimo <sup>2</sup>	
Stati Uniti	1,6	1,6	8,6	8,3
Giappone	0,0	-2,1	-	7,0
Germania	4,5	5,2	8,8	8,3
Francia	2,7	2,7	7,1	7,9
Italia	6,0	-0,2	7,6	7,5
Regno Unito	3,3	1,4	5,3	6,6
Canada	-2,3	-5,6 <sup>4</sup>	2,7 <sup>4</sup>	9,3

<sup>1</sup>Deflazionati con l'IPC. <sup>2</sup>Non applicabile per il Giappone, dove il minimo è stato toccato nel 1998.  
<sup>3</sup>Il tasso di crescita annuo costante atteso che è implicito nel rapporto prezzo/utile nel marzo 1999 e nel tasso d'interesse reale a lungo termine, ipotizzando un premio del 5% per il rischio azionario.  
<sup>4</sup>Escludendo gli anni 1991–94, in cui gli utili sono stati eccezionalmente bassi a causa dello stralcio di attività.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.2

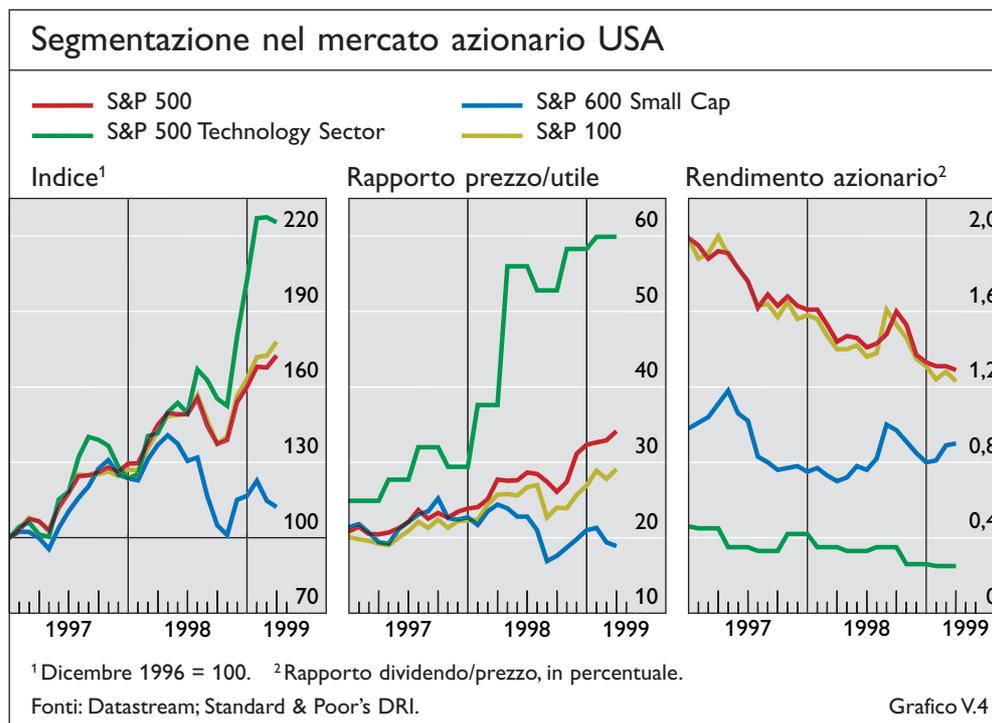


... poiché implicano un aumento futuro della profittabilità ...

investitori si attendono una crescita degli utili societari superiore alla media. In effetti, è possibile argomentare che la rapida adozione di nuova tecnologia abbia accresciuto l'efficienza delle imprese. Assumendo che gli investitori prevedano un miglioramento permanente della profittabilità, nell'ultima colonna della tabella V.2 sono calcolati i livelli di crescita futura degli utili impliciti negli indici prezzo/utile e nei tassi d'interesse a lungo termine osservabili nei paesi del G7 nel marzo 1999. Tali livelli impliciti di crescita degli utili sono generalmente analoghi a quelli osservati a partire dal precedente punto di minimo, ma superano di varie volte i valori medi storici. La fondatezza di tali aspettative dipende in parte dalla sostenibilità a lungo termine del più rapido ritmo di crescita della produttività.

... o una diminuzione permanente dei rendimenti richiesti

Il suddetto calcolo, infine, potrebbe sopravvalutare il tasso atteso di crescita degli utili nella misura in cui gli investitori prevedano un calo ulteriore dei tassi d'interesse a lungo termine. In effetti, il declino dei tassi d'interesse reali intervenuto in molti paesi durante gli ultimi quattro anni ha avuto un ruolo importante nel favorire i più bassi rendimenti azionari (grafico V.3). Ciò non sembra tuttavia applicarsi agli Stati Uniti, dove nello stesso periodo i rendimenti azionari si sono dimezzati mentre quelli obbligazionari reali si sono mossi intorno al 3,5%, evocando la possibilità che sia diminuito il premio richiesto dagli investitori a compenso del maggiore rischio associato alla detenzione di azioni. Ciò potrebbe



essere dovuto alla convinzione che siano diminuite la probabilità e la gravità delle future recessioni grazie alla migliore gestione della politica fiscale e monetaria.

L'attuale livello aggregato dei valori azionari negli Stati Uniti cela notevoli disparità fra la performance dei differenti settori. Le azioni di società operanti nell'area della tecnologia informatica e delle comunicazioni hanno sopravanzato in modo spettacolare l'indice aggregato (grafico V.4). Il notevole successo di molte imprese attive in questo settore nel raccogliere capitale mediante emissioni pubbliche ha spronato un'intensa attività sul mercato primario, dove si è spesso assistito a forti aumenti delle quotazioni immediatamente dopo il lancio del titolo. Ciò potrebbe essere interpretato come il sintomo di un mutato atteggiamento verso la composizione delle fonti di finanziamento esterno, per effetto del quale l'azionariato diffuso viene ad assumere il ruolo precedentemente svolto dai collocamenti privati nel finanziare iniziative imprenditoriali altamente rischiose ma potenzialmente molto redditizie. Pertanto, mentre le quotazioni basate sull'attuale livello degli utili nel settore tecnologico possono apparire eccezionalmente alte se comparate agli indici storici, esse si accordano meglio con l'aspettativa di una maggiore profittabilità futura analoga a quella generalmente conseguita dalle società in settori più maturi.

#### *Mercati obbligazionari*

Nella prima metà del 1998 i tassi d'interesse a lungo termine nei paesi industriali hanno continuato a calare, scendendo in molti casi al di sotto della soglia del 5%. A questa tendenza hanno contribuito il favorevole contesto inflazionistico, le politiche monetarie permissive e la fiducia nelle prospettive della UEM (grafico V.5). Ben pochi erano a quel momento i segni premonitori della turbolenza finanziaria che sarebbe seguita. A luglio gli indicatori della volatilità storica e implicita dei rendimenti obbligazionari si situavano in effetti a un punto di minimo o quasi in

Segmentazione nel mercato USA

Il calo tendenziale dei rendimenti obbligazionari ...

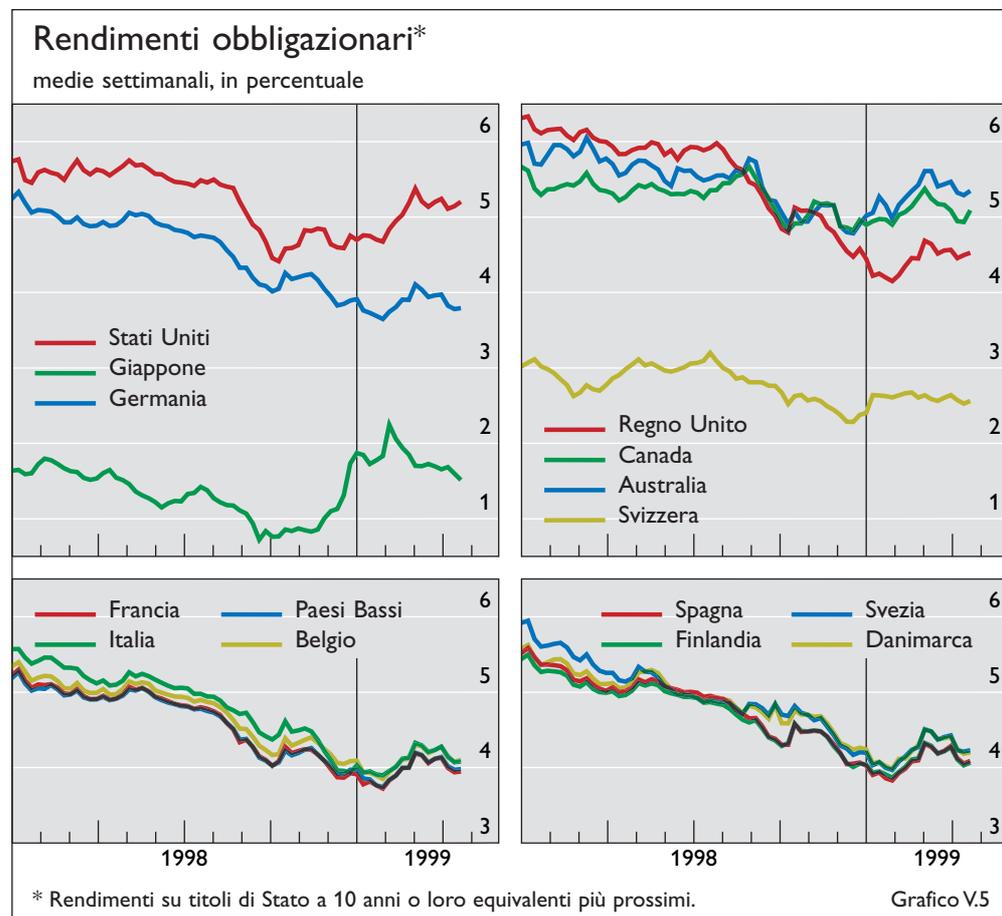
tutti i paesi eccetto il Giappone. A un anno di distanza dallo scoppio della crisi asiatica, i bassi spreads sugli strumenti debitori statunitensi ed europei, specie nel caso delle emissioni societarie di più bassa qualità, erano indicativi di una certa compiacenza del mercato nei riguardi del rischio, evidenziata anche dal perdurante flusso di capitali privati verso le economie emergenti al di fuori dell'Asia (Capitolo III).

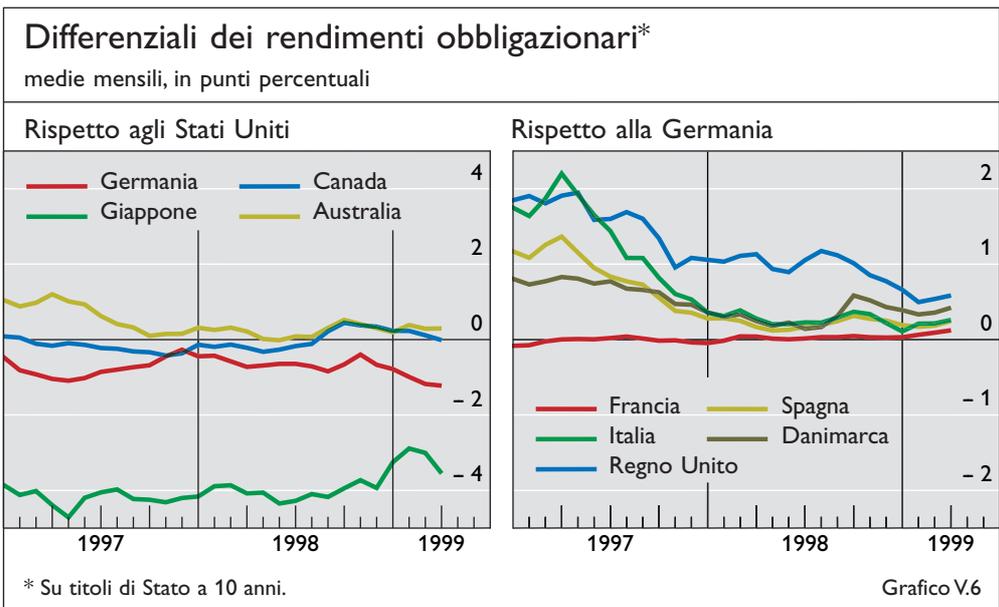
... è accelerato in agosto ...

Il repentino capovolgimento del clima di mercato innescato dalla moratoria sul debito della Russia ha interrotto la tendenza convergente dei tassi a lungo termine che aveva caratterizzato i mercati finanziari maturi dalla fine del 1994. I tentativi degli investitori di sottrarsi alle turbolenze spostandosi verso le tradizionali attività rifugio hanno accentuato il trend discendente dei tassi a lunga sui titoli di Stato, pur con alcune differenze fra i vari paesi. Il differenziale dei rendimenti rispetto agli Stati Uniti e alla Germania si è ampliato allorché sono ulteriormente scesi i tassi d'interesse in questi due paesi, mentre l'allargamento degli spreads è stato relativamente meno pronunciato entro l'area dell'euro (grafico V.6).

... ma si è interrotto in ottobre

La generale fuga verso la qualità ha raggiunto il culmine nell'ultima settimana di settembre e nei primi giorni di ottobre. L'aumento della volatilità dei rendimenti obbligazionari, sia storica che implicita, è stata convalidata in ottobre da uno spostamento dei rendimenti obbligazionari internazionali, che si sono attestati su livelli più alti in quasi tutti i paesi (grafico V.7). Questi sviluppi hanno rispecchiato in parte la decisione degli investitori di ridurre la propria

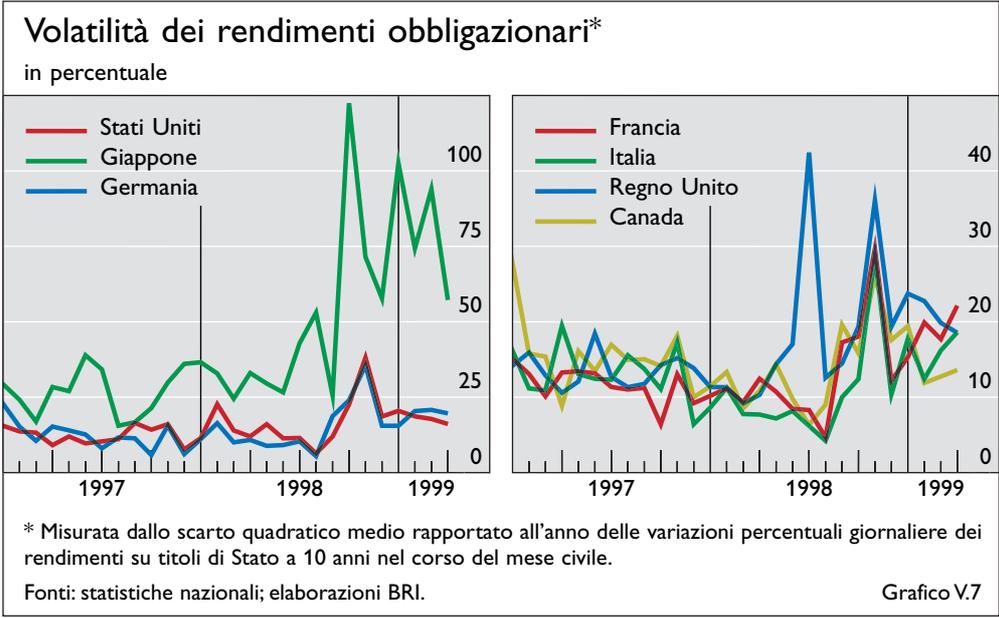




esposizione a livello mondiale, come testimonia la liquidazione su vasta scala di operazioni di “yen carry”, che ha contribuito al repentino apprezzamento dello yen agli inizi di ottobre (Capitolo VI). Le condizioni di mercato sono state ulteriormente perturbate allorché investitori a elevata leva finanziaria hanno dovuto liquidare attività e posizioni fuori bilancio in seguito alla richiesta di margini addizionali determinata dal calo di prezzo dei valori.

Date le marcate differenze fra i paesi, sia nella posizione ciclica sia nella sensibilità alle perdite nei mercati emergenti, i movimenti dei tassi d’interesse a lungo termine hanno assunto un profilo assai meno sincrono allorché i rendimenti di riferimento sono rimbalzati all’indomani della crisi. Negli Stati Uniti, la forte esposizione debitoria delle imprese e delle famiglie ha in generale accentuato gli aumenti dei rendimenti dopo l’ottobre 1998, nel contesto di un’economia vigorosa. In Europa, per contro, le variazioni dei tassi e degli spreads sono state molto meno pronunciate, a causa in parte delle indicazioni di un’attività

Permangono le differenze nella posizione ciclica ...



Prezzi immobiliari nominali e deflazionati								
	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Indici, 1994 = 100								
Immobili residenziali								
Stati Uniti	101	106	113	119	99	100	104	108
Giappone <sup>1</sup>	97	96	94	91	97	96	93	89
Germania <sup>2</sup>	99	99	94	89	97	96	89	84
Francia	100	101	102	105	98	98	97	100
Italia	101	98	93	94	96	90	83	83
Regno Unito	101	104	114	127	97	99	104	112
Canada	95	95	98	97	93	92	93	91
Spagna	104	105	107	112	99	97	97	100
Paesi Bassi	104	114	125	133	102	110	118	123
Australia	101	102	106	114	97	95	99	105
Svizzera	95	90	85	85	94	88	83	82
Belgio	105	109	114	116	103	106	108	109
Svezia	100	101	107	118	98	98	104	114
Danimarca	108	119	133	143	105	114	124	132
Norvegia	108	117	127	139	105	112	119	127
Finlandia	96	102	119	132	96	100	116	126
Irlanda	107	120	139	171	105	115	132	158
Immobili non residenziali: principali città								
New York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokyo <sup>1</sup>	83	72	66	59	83	72	65	58
Francoforte	97	97	97	105	95	94	92	98
Parigi	89	83	88	102	88	80	83	96
Milano	100	91	88	111	95	84	79	98
Londra	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto <sup>3</sup>	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sydney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zurigo	99	90	87	84	97	88	84	81
Bruxelles	100	106	109	109	99	102	104	103
Stoccolma	129	137	163	185	126	133	158	179
Copenhagen	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublino	112	134	169	241	109	128	160	222

Nota: i dati relativi al 1998 sono provvisori per i Paesi Bassi, il Belgio e la Danimarca.

<sup>1</sup>Prezzi dei terreni. <sup>2</sup>Quattro maggiori città. <sup>3</sup>Indici dei prezzi degli uffici nell'Ontario.

Fonti: National Association of Realtors; Frank Russell Canada Limited; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Investment Property Databank Ltd; Wüest & Partner; varie associazioni private del settore immobiliare; statistiche nazionali.

Tabella V.3

economica più debole del previsto ma anche dell'effetto ammortizzatore del credito intermediato dalle banche, tradizionalmente più importante nel continente europeo. Nell'area dell'euro la svolta nei rendimenti obbligazionari non si

è manifestata fino al primo trimestre 1999. La situazione è stata ancora differente in Giappone, dove i programmi governativi di espansione fiscale e di ricapitalizzazione delle banche hanno indotto un'impennata della curva dei rendimenti al volgere dell'anno, allorché il Ministero delle Finanze e la Banca del Giappone hanno modificato temporaneamente la propria politica nell'intento di limitare l'acquisto e l'utilizzo dei titoli di Stato a lungo termine da parte dell'istituto di emissione.

La graduale discesa dei differenziali ai livelli precrisi nel periodo da metà ottobre a fine novembre ha palesato una ripresa ineguale della fiducia del mercato. Gli indici di variabilità sono diminuiti in misura sensibile, pur rimanendo su livelli elevati in confronto alla prima metà dell'anno. In molti casi l'intervento delle autorità ha svolto un ruolo importante nel ripristinare la liquidità e nel convincere gli operatori che nel complesso i corsi obbligazionari mondiali erano più in linea con le grandezze fondamentali. In Europa e negli Stati Uniti i mercati hanno reagito positivamente al tempismo dell'azione di politica monetaria nel corso della crisi. Analogamente, l'accordo su un programma economico per il Brasile ha segnalato la determinazione della comunità internazionale a contenere i fattori di contagio, contribuendo in tal modo a dissipare i timori degli investitori di un aggravamento della crisi finanziaria dei mercati emergenti.

... allorché ritorna la calma sui mercati

### *Mercati immobiliari*

Nella maggior parte dei paesi industriali i prezzi degli immobili hanno fatto registrare aumenti nel corso del 1998. Tuttavia, in alcuni casi gli attuali livelli di prezzo corretti per l'inflazione rimangono al disotto dei massimi raggiunti nella prima metà degli anni novanta. Il rincaro dei fabbricati residenziali è stato particolarmente pronunciato nei paesi nordici, nel Regno Unito e in Irlanda, mentre in gran parte dell'Europa continentale i valori si sono semplicemente mantenuti al passo con l'inflazione. In Giappone è proseguita in modo graduale ma costante la discesa dei prezzi dei terreni dalla punta toccata nel 1990. Rispetto a tale massimo il deprezzamento degli immobili residenziali ammonta attualmente al 30%, mentre il settore più duramente colpito dei fabbricati commerciali ha conservato poco più di un quarto del valore. L'accelerazione del ribasso dei prezzi degli immobili commerciali giapponesi nel corso del 1998, sebbene di modesta entità, ha nondimeno rinnovato il timore che la svolta positiva nell'attività economica si riveli più difficile del previsto, data la sensibilità dei bilanci bancari ai prezzi immobiliari. Al di fuori del Giappone, il mercato dei fabbricati non residenziali ha avuto in generale un andamento assai più favorevole, facendo registrare in molte città guadagni di oltre il 10% che spesso hanno anche segnato l'inversione di un precedente trend negativo. Tali guadagni di prezzo hanno tratto sostegno da una forte domanda di locali per uffici, combinata con il numero relativamente scarso dei nuovi fabbricati realizzati negli ultimi anni.

I prezzi immobiliari consolidano la loro ripresa

Nonostante l'impulso fornito dalle robuste grandezze economiche fondamentali, gli operatori immobiliari non sono usciti indenni dalle tensioni dei mercati finanziari durante la seconda metà del 1998. Sul mercato statunitense i premi sui titoli assistiti da ipoteca si sono raddoppiati durante il mese di agosto, dato il maggior compenso per il rischio preteso dagli investitori, e nel terzo trimestre l'offerta di nuove emissioni ha subito una drastica contrazione.

Analogamente, l'inasprimento delle condizioni creditizie applicate dalle banche ai nuovi prestiti ha influito negativamente sulla capacità degli investitori immobiliari di finanziare nuove operazioni. Malgrado l'effetto frenante di questi fattori, nel 1998 i prezzi degli immobili non residenziali a New York sono aumentati del 20%.

## Caratteristiche dei mercati finanziari in situazione di stress

Poiché la maggior parte dei contratti finanziari rappresenta una qualche forma di trasferimento intertemporale di ricchezza, le transazioni del mercato finanziario sono particolarmente sensibili ai cambiamenti delle aspettative future degli operatori e della fiducia nel funzionamento del mercato. Questa fiducia spesso si rafforza durante i periodi di elevata redditività, allorché le pressioni concorrenziali incoraggiano l'assunzione di rischio, mentre può essere scossa da eventi che mettono in questione la valutazione prevalente dei rischi. Il venir meno della fiducia degli investitori a seguito di tali eventi genera possenti interazioni fra la valutazione della capacità dei mutuatari di onorare i loro impegni e le aspettative circa la disponibilità di controparti negoziali sul mercato secondario dei titoli. Ciò a sua volta dà origine a dinamiche di prezzo atipiche, che possono ulteriormente acuire le tensioni, invalidando precedenti previsioni di fabbisogno di capitale basate su ipotesi che rispecchiano normali condizioni di mercato e innescando una corsa verso la sicurezza e la liquidità. Siffatti cicli di entusiasmo-disaffezione non sono certo un fenomeno nuovo, giacché la storia finanziaria offre molti esempi al riguardo. L'elemento di novità consiste nell'accresciuta vulnerabilità della struttura finanziaria odierna, risultante dalla combinazione della rapida crescita dei mercati e delle istituzioni con la maggiore complessità e interdipendenza che caratterizza le loro relazioni.

### *Fluttuazioni nell'umore degli investitori*

La forte crescita dei premi per il rischio e la liquidità, congiunta al ritmo calante delle nuove emissioni in quasi tutte le categorie di attività all'indomani dell'annuncio della moratoria sul debito russo, è stata indicativa di un ridimensionamento su vasta scala dell'offerta di capitale di rischio. È tuttavia difficile conciliare la quota trascurabile rappresentata dai valori denominati in rubli negli investimenti globali con l'intensità e la portata delle tensioni scaturite sui mercati finanziari maturi. L'importanza dell'evento può quindi essere meglio colta ove lo si consideri come agente catalitico di una fondamentale riconsiderazione dell'appropriatezza dei rapporti rischio/rendimento allora prevalenti. L'annuncio è stato infatti interpretato come il segno di un "cambiamento di regime", dato che negli ultimi tempi l'apprestamento di programmi ufficiali di sostegno aveva regolarmente evitato gravi insolvenze unilaterali di mutuatari sovrani.

La correlazione fra il rischio percepito ex ante e il rendimento realizzato ex post per un insieme di attività finanziarie può essere assunta a indicatore dell'atteggiamento degli investitori verso il rischio. Questa correlazione è fortemente positiva nei periodi in cui la ricerca di più alti rendimenti prevale sui timori per il rischio. In questi periodi il migliorato clima di fiducia stimola l'interesse degli investitori per le categorie di attività più rischiose, ossia caratterizzate da una maggiore volatilità storica. L'accresciuta domanda, sospingendo verso l'alto

Il mutare della propensione al rischio ...

... influisce sul prezzo delle attività ...

i prezzi, aumenta sproporzionatamente, anche se in modo solo temporaneo, il rendimento realizzato su tali attività. Per converso, la redditività degli investimenti rischiosi cala più che proporzionalmente quando l'apprensione spinge gli operatori a ricercare la sicurezza (grafico V.8).

È possibile osservare brusche inversioni degli indicatori del clima di mercato in corrispondenza di vari episodi di instabilità del recente passato, come il crollo borsistico nel 1987, le tensioni del mercato obbligazionario e la crisi messicana nel 1994–95 e, più di recente, la crisi asiatica nel 1997 e gli eventi dello scorso autunno. L'evidente sincronismo dell'atteggiamento degli operatori verso il rischio e la liquidità nelle principali piazze finanziarie indica come la ricerca di più alti rendimenti sia spesso stimolata da poco costose opportunità di leverage e come altrettanto spesso essa si inverte allorché tali opportunità vengono meno. Anche i bassi livelli dei tassi d'interesse possono indurre gli investitori a sottovalutare il rischio grazie al loro effetto generalmente benefico sulle valutazioni di portafoglio.

La composizione dei mutuatari e il volume delle nuove emissioni sul mercato obbligazionario internazionale possono parimenti essere utilizzati per illustrare l'impatto prodotto dal mutare dell'atteggiamento degli investitori verso il rischio sulla disponibilità generale di capitali. Una differenziazione nell'incremento dei costi del finanziamento esterno in funzione del merito di credito attribuito ai mutuatari sarebbe un primo sintomo naturale del deteriorarsi del clima di mercato. Taluni prenditori non bancari potrebbero addirittura essere estromessi dal mercato finanziario, limitando così l'attività di emissione ai soli mutuatari di prim'ordine. La redistribuzione dei flussi creditizi può essere ulteriormente accentuata da variazioni nel costo della raccolta bancaria, nella misura in cui questa si realizza attraverso il ricorso al mercato mobiliare.

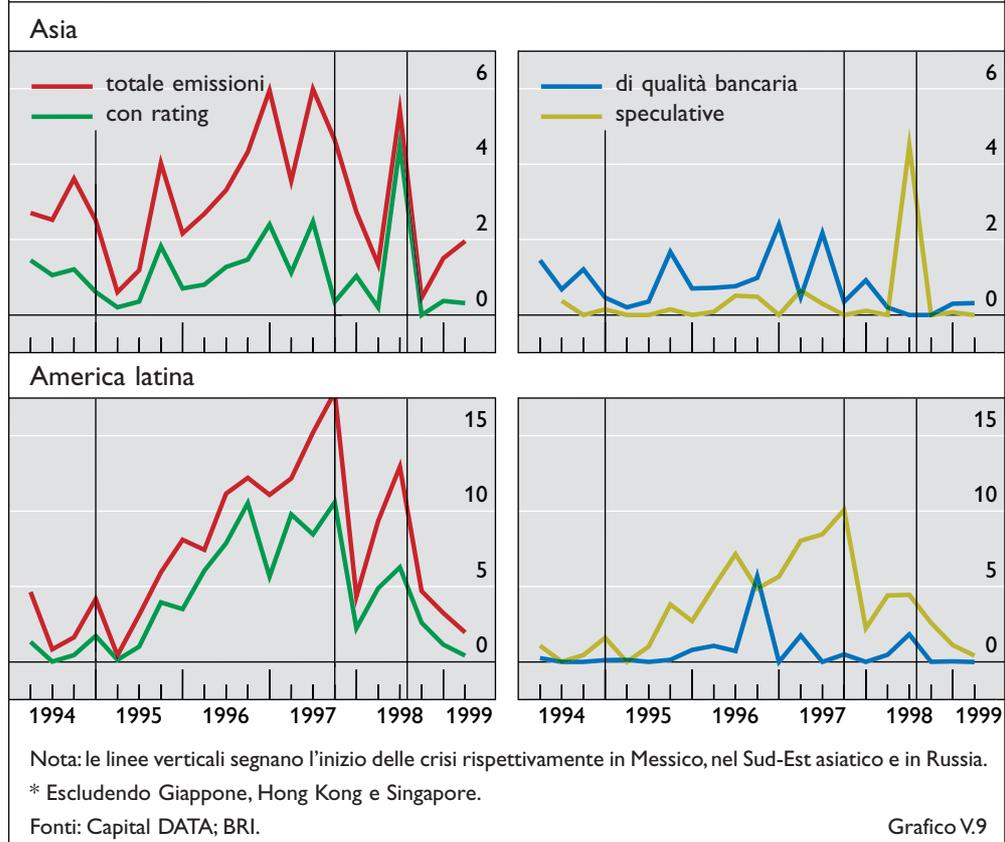
... e sui flussi finanziari

Il grafico V.9 mostra l'andamento delle obbligazioni emesse dal settore non finanziario in Asia e in America latina, suddivise secondo la qualità creditizia. Nei periodi che precedono le crisi si osserva, per l'America latina nel 1997 e per



## Emissioni obbligazionarie internazionali del settore non finanziario in Asia\* e in America latina

in miliardi di dollari USA



entrambe le aree nel 1998, un'impennata delle emissioni di più bassa qualità, principalmente di mutuatari sovrani. Alla luce di ciò, le crisi degli ultimi due anni appaiono come correzioni seguite a fasi di eccessi speculativi e di portafogli sovraesposti. Al culmine delle crisi, la differenziazione fra le emissioni sembra dipendere non tanto dal livello, quanto piuttosto dalla presenza o meno di un rating. Infatti, in ambedue i casi la restrizione del credito è stata realizzata soprattutto attraverso una drastica riduzione della quota delle emissioni non dotate di rating. Infine, nel periodo successivo alla moratoria russa, l'inasprimento delle condizioni creditizie si è ripercosso sia sulle emissioni di qualità elevata che su quelle speculative, giacché il mercato si è quasi completamente prosciugato. In particolare, non si sono praticamente avute nuove emissioni con rating nel settore privato non finanziario. Questa sindrome di entusiasmo-disaffezione conforta la tesi secondo cui la crisi finanziaria dell'agosto 1998 è stata in larga misura un fenomeno dal lato dell'offerta, indotto da una contrazione del capitale di rischio disponibile e dalla paura di potenziali perdite da parte delle banche e degli intermediari in titoli.

### *Fuga verso la qualità e la liquidità*

La fuga generalizzata dal rischio nei mercati sotto stress trae tipicamente origine da timori ben individuati per la qualità del credito, ma può in seguito evolvere in un'estesa crisi di liquidità. È quindi importante discernere una mutata

valutazione della solvibilità di determinati mutuatari da turbative più generalizzate inerenti al funzionamento stesso dei mercati creditizi. L'interazione fra rischio di credito e rischio di liquidità sembra avere avuto un'influenza rilevante sulle interdipendenze dei mercati e sulla velocità di propagazione delle crisi negli ultimi due anni.

Alcune anomalie di prezzo illustrano come durante l'episodio recente siano venute meno le normali relazioni fra gli spreads e il rischio di controparte, e aiutano inoltre a tracciare la distinzione tra la fuga verso la qualità e quella verso la liquidità. In primo luogo, in alcuni casi il forte ampliamento degli spreads non poteva essere pienamente attribuito al rischio di credito, in quanto esso risultava da un calo del rendimento sulle attività sicure piuttosto che da un aumento di quello sugli strumenti di più bassa qualità. In secondo luogo, i differenziali fra l'obbligazione benchmark a 30 anni del Tesoro USA e altre emissioni meno recenti hanno toccato una punta di oltre 30 punti base a metà ottobre, segnalando un brusco aumento della preferenza degli investitori per la liquidità offerta dall'emissione corrente di riferimento (grafico V.10). Analogamente, in agosto lo spread delle obbligazioni a 10 anni dell'agenzia tedesca Kreditanstalt für Wiederaufbau sull'emissione benchmark del governo tedesco con uguale scadenza si è più che raddoppiato nello spazio di due sole settimane. Poiché entrambi i titoli beneficiano della stessa garanzia governativa, l'aumento non poteva che essere dovuto alla minore liquidità del primo sui mercati obbligazionari internazionali. Infine, la netta convergenza mostrata in settembre sul mercato secondario dai rendimenti sulle euroobbligazioni societarie con più elevato rating e la loro susseguente forte sincronia di movimento fanno ritenere che i prezzi fossero condizionati dalle esigenze di liquidità delle istituzioni finanziarie piuttosto che dalla probabilità di insolvenza delle singole società emittenti.

Il marcato ampliamento dei differenziali contribuisce anche a evidenziare le complessità insite nel processo di gestione del rischio degli intermediari. L'impennata dei differenziali degli swaps negli Stati Uniti e in Europa è stata in linea con la rivalutazione globale del rischio di credito in quanto gli operatori all'ingrosso erano essi stessi esposti ai mercati emergenti e agli operatori con elevata leva finanziaria. Tuttavia, le pronunciate fluttuazioni osservate sul mercato tedesco non possono essere spiegate soltanto da questo fattore (grafico V.11). In effetti, esse sono anche dovute all'impiego degli swaps, in luogo dei futures sul Bund, come strumenti elettivi per la copertura di posizioni lunghe in prodotti derivati. Dato il forte aumento dei costi di copertura conseguente all'ampliamento degli spreads e al calo dei rendimenti sul Bund, gli operatori primari hanno dovuto far ricorso agli swaps in quanto alternativa più economica ai futures. Gli intermediari finanziari controparti degli operatori primari si sono a loro volta trovati a detenere crescenti posizioni lunghe in swaps che dovevano essere bilanciate. Tutto ciò ha finito per provocare un effetto di contagio sul mercato degli swaps, poiché le diffuse vendite hanno depresso i prezzi dei contratti, sottoponendo a forti pressioni i loro tassi fissi.

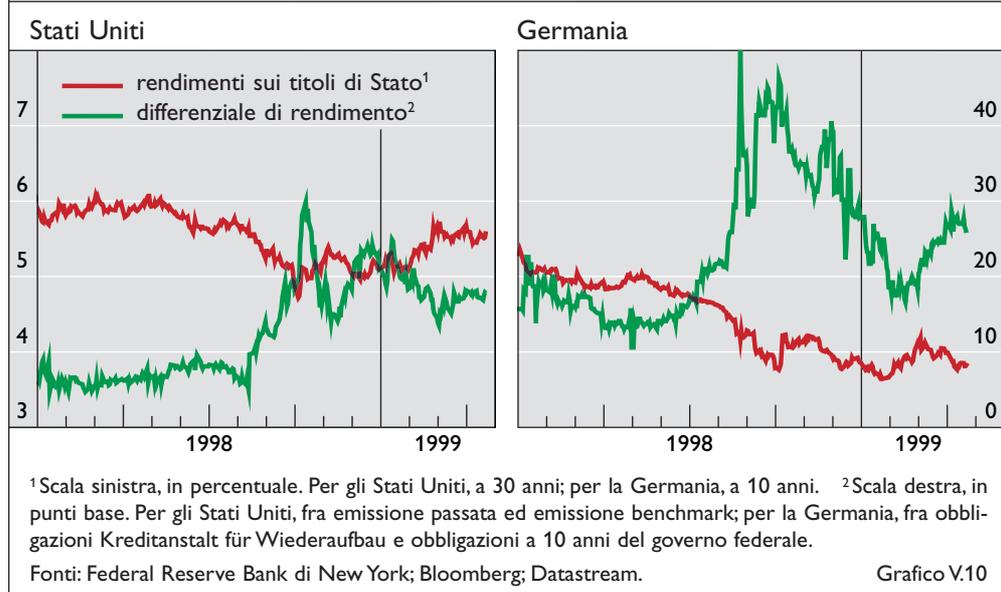
La configurazione dei finanziamenti internazionali netti in Asia e in America latina offre alcuni elementi di comprensione delle interdipendenze in atto fra le istituzioni finanziarie e i mercati nei vari episodi di fuga dal rischio da parte degli investitori. La liberalizzazione finanziaria ha incoraggiato i mutuatari a reperire

Le insolite correlazioni di prezzo ...

... destabilizzano le strategie di gestione del rischio

L'aspetto relazionale del credito bancario ...

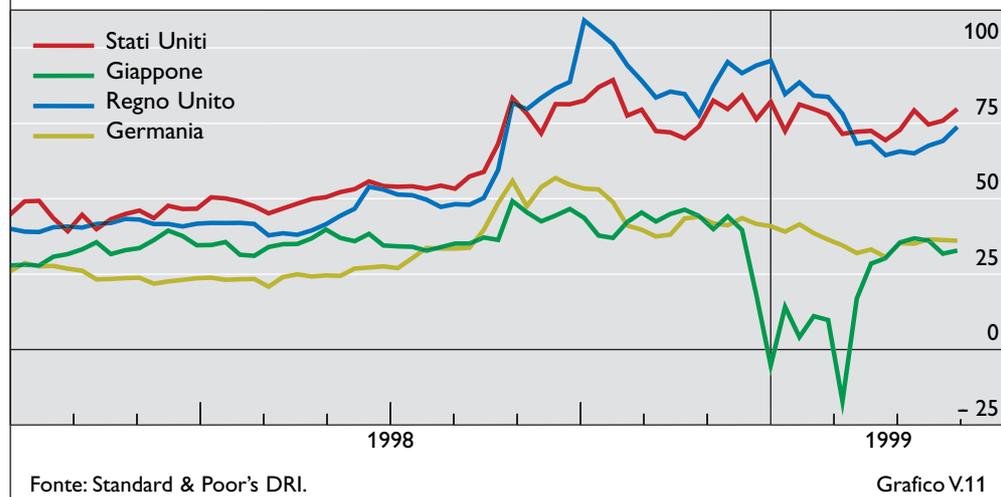
## Premio per la liquidità negli Stati Uniti e in Germania



fondi a minor costo attingendo al mercato obbligazionario internazionale. È tuttavia un fatto ben documentato che i prenditori più rischiosi continuano a ricorrere alle banche, poiché queste sono meglio in grado di sostenerli nei frangenti difficili. Questo ricorso può addirittura aumentare nei periodi di maggiore avversione al rischio, caratterizzati da un'elevata volatilità attesa. In tali periodi le rinegoziazioni di crediti bancari comportano generalmente costi inferiori rispetto alle ristrutturazioni delle emissioni obbligazionarie, per le quali è necessario il consenso di una molteplicità di creditori. Inoltre, le banche intrattengono relazioni durevoli con i propri clienti e hanno spesso un accesso privilegiato alle informazioni, il che consente loro di decidere con migliore conoscenza di causa la continuazione ovvero la liquidazione dei crediti, rispetto ai più impersonali mercati finanziari. Per contro, la corsa agli acquisti degli

## Differenziali fra tassi swap e rendimenti su titoli di Stato a 10 anni

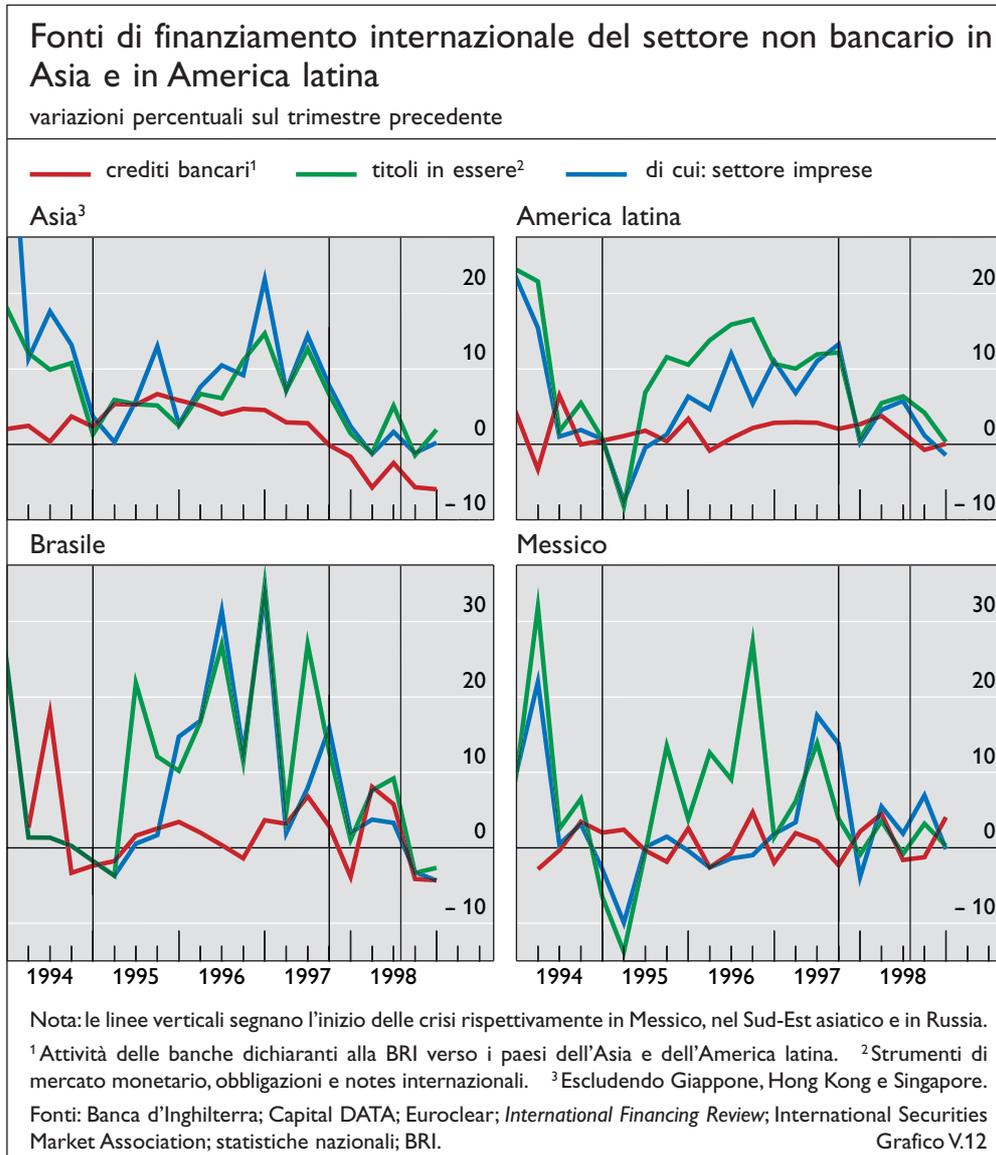
medie settimanali, in punti base



investitori obbligazionari, allorché prevale la ricerca di elevati rendimenti, può facilmente trasformarsi in un'affannosa corsa alle vendite non appena si profila una crisi.

Il grafico V.12 fornisce una certa conferma di queste osservazioni sulla base dei dati relativi all'Asia e all'America latina. Da esso emergono alcuni tratti salienti. In primo luogo, lo stock degli strumenti debitori internazionali è stato più instabile che l'ammontare dei crediti bancari in essere, in termini sia di entità che di dispersione delle variazioni. Le banche sono state quindi relativamente condiscendenti nei confronti dei mutuatari, come suggerito dianzi. In secondo luogo, il calo tendenziale della quota del credito intermediato contribuisce a spiegare l'accresciuta sensibilità del settore finanziario di queste aree geografiche ai cambiamenti di umore dei mercati. In terzo luogo, a differenza di quanto avvenuto all'epoca della crisi del peso messicano e nella seconda parte del 1997, quando le banche avevano in parte supplito all'esaurirsi dei finanziamenti obbligazionari internazionali, esse non paiono aver compensato il deflusso di capitali seguito alla moratoria russa.

... è messo alla prova durante la crisi ...



... con il ridursi delle risorse liquide delle banche

In certa misura questo mutato comportamento testimonia dell'accresciuta dipendenza delle banche dalle condizioni di mercato globali. Un aspetto centrale dell'episodio dello scorso anno sembra essere stato il fatto che le banche hanno dovuto misurarsi con gli stessi problemi di finanziamento incontrati dai loro clienti. Avendo erogato crediti in misura superiore alle possibilità di finanziamento fornite dai depositi esistenti, le banche statunitensi ed europee si sono trovate in una situazione di squilibrio di liquidità che non poteva essere corretta con il ricorso ai mercati finanziari. Infatti, la titolarizzazione di crediti e l'emissione di nuovi titoli si presentavano difficili nel momento in cui gli indici azionari del settore bancario erano in caduta. Le risorse di tesoreria delle banche, fra cui i rimborsi sui prestiti in essere e tutte le attività liquide detenute in portafoglio, erano inoltre direttamente pregiudicate dall'accumularsi delle perdite nei mercati emergenti durante il terzo trimestre 1998. Di conseguenza, le banche hanno potuto contare su un più ristretto numero di fonti di finanziamento, quali il riciclaggio di fondi tramite il mercato interbancario internazionale o la raccolta di nuovi depositi diretti di investitori non bancari.

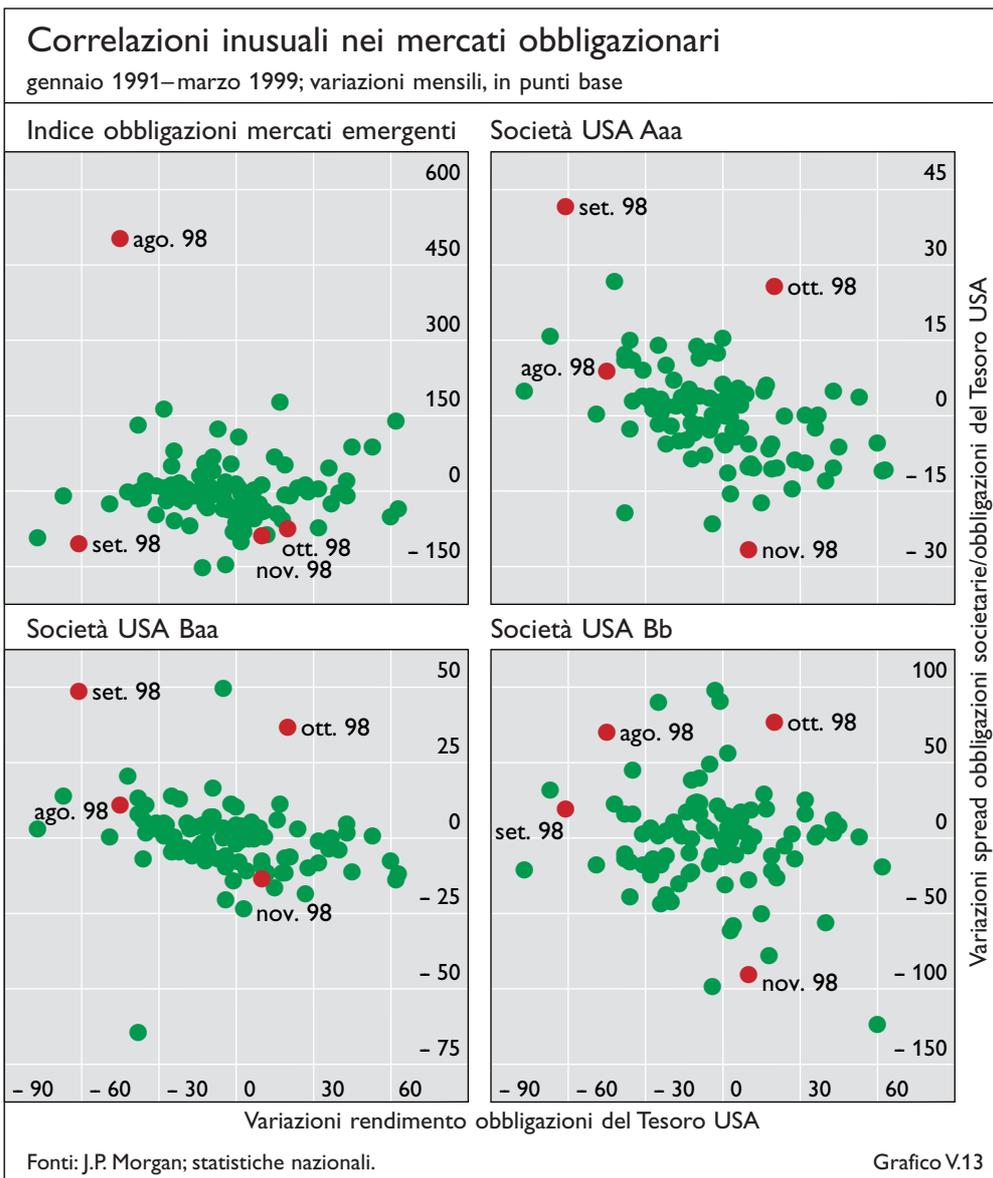
#### *Dinamiche di prezzo atipiche*

Forte correlazione nei movimenti dei corsi azionari ...

La mutata percezione del rischio indotta dalla moratoria sul debito russo ha esercitato forti pressioni al ribasso sui corsi azionari in tutti i principali mercati. Anche se relativamente inusuale, una correzione simultanea delle quotazioni azionarie nella maggioranza dei paesi del G7 non è fenomeno senza precedenti, essendosi già verificata nell'ottobre 1987. Un'ulteriore analogia fra i due episodi è costituita dal grado di correlazione eccezionalmente alto mostrato dai movimenti di prezzo nei vari paesi. Durante la recente turbolenza gli investitori globali hanno tratto assai meno beneficio dalla diversificazione internazionale dei loro portafogli azionari che in periodi più normali.

... e insolite combinazioni nelle dinamiche di prezzo delle obbligazioni

Quanto ai mercati del reddito fisso, un aspetto che differenzia il più recente episodio di crisi rispetto a quelli precedenti è la misura in cui i differenziali di tasso d'interesse si sono ampliati in seguito alla fuga dal rischio da parte degli investitori. Nell'arco di soli pochi giorni i premi richiesti per l'esposizione al rischio di credito e di liquidità hanno raggiunto livelli prossimi, e in alcuni casi addirittura superiori, ai massimi storici. A differenza di quanto era avvenuto in occasione della turbolenza del mercato obbligazionario nel 1994, allorché il rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e in Germania aveva messo a nudo posizioni speculative sulla curva dei rendimenti finanziate con capitale di prestito, l'episodio dello scorso anno si è prodotto in un contesto di tassi nominali calanti. Un'insolita costellazione di dinamiche di prezzo per tutta una gamma di strumenti ha stravolto strategie di investimento e sistemi di gestione del rischio basati sulle tradizionali correlazioni statistiche (grafico V.13). Allorché si sono fatte più strette talune correlazioni fra i rendimenti, e vari spreads si sono bruscamente mossi in direzione opposta ai tassi di riferimento, le previsioni del fabbisogno di tesoreria sono spesso apparse inadeguate, innescando un'affannosa ricerca della liquidità da parte degli investitori. Al tempo stesso, il clima generale di incertezza e la domanda esclusivamente orientata alle attività più sicure hanno ben presto sopravanzato la capacità della già ridotta base di capitale degli operatori primari e degli intermediari a fronteggiare tali esigenze.



La conseguente stretta creditizia causata dalla richiesta di margini aggiuntivi e da decurtazioni delle linee di credito ha costretto gli investitori a reperire i fondi necessari con la vendita di titoli su mercati che in un primo tempo apparivano relativamente liquidi, trasferendo le tensioni sui mercati dei titoli di Stato dei paesi industriali avanzati.

#### *L'episodio di LTCM: un segno dei tempi?*

Il quasi fallimento del fondo Long-Term Capital Management (LTCM) ha indotto la Federal Reserve Bank di New York a intervenire per facilitare una soluzione privata ed evitare così una bancarotta traumatica. L'episodio fornisce un vivido esempio del tipo di problemi cui può dare luogo la complessità dei mercati finanziari odierni. Sebbene gli hedge funds non siano affatto istituzioni nuove, l'attenzione di cui sono stati recentemente oggetto deriva dalla loro crescita dimensionale e dall'impatto che essi possono avere sul funzionamento dei mercati. Secondo talune stime, a metà 1998 erano presenti almeno 1 200 hedge funds, con attività proprie per un valore di oltre \$150 miliardi.

Le istituzioni in parola sono fondi speculativi che riescono ad aggirare certi vincoli in materia di informativa e di leva finanziaria limitando la propria clientela a pochi investitori facoltosi e operando frequentemente in centri offshore. Esse perseguono elevati rendimenti investendo in una molteplicità di strumenti e finanziandosi largamente con capitali di prestito.

Un esempio delle opportunità ...

In particolare LTCM sembra aver ricercato alti rendimenti assumendo posizioni speculative sul movimento degli spreads di tasso d'interesse e sulla volatilità dei corsi di mercato. Dalla sua creazione, nel 1994, LTCM era riuscito a realizzare guadagni costantemente superiori alla norma, dell'ordine del 40% nel 1995 e 1996 e del 20% nel 1997. Per ottenere questi risultati il fondo operava con elevatissimi livelli di leva finanziaria. Al 31 agosto 1998 figuravano nel suo bilancio attività per oltre \$125 miliardi. Ciò implicava un indice di leva superiore a 25, assumendo a denominatore il capitale di \$4,8 miliardi di inizio esercizio, ossia trascurando le perdite subite prima di agosto, nonché le posizioni fuori bilancio. La straordinaria performance di LTCM, assieme al suo decantato impiego di elaboratissimi modelli di valutazione e di strategie operative, ne avevano fatto un emblema delle potenzialità di profitto offerte dall'ingegneria finanziaria.

... e dei pericoli insiti nei mercati odierni, in cui ...

Altrettanto emblematico dei pericoli insiti nel nuovo paesaggio finanziario è stato, in questo caso, il quasi fallimento del fondo. Le insolite correlazioni di prezzo seguite alla moratoria sul debito russo hanno causato problemi a molte istituzioni finanziarie, specie a quelle operanti con un elevato grado di leva. Nel caso di LTCM esse hanno portato il fondo sull'orlo del fallimento. Infatti, quest'ultimo, sebbene avesse investito in un ampio ventaglio di strumenti, basava la propria strategia sulla previsione di un calo degli spreads creditizi e della volatilità dei prezzi. Tale previsione è stata brutalmente contraddetta dagli sviluppi del mercato in agosto. La rapida sequenza di eventi che ha fatto da sfondo al dissesto di LTCM illustra bene la maggiore velocità di propagazione delle crisi e il conseguente ristretto margine di tempo disponibile per adottare misure correttive. I primi segni delle difficoltà del fondo sono emersi pubblicamente dopo il 2 settembre, allorché è stato reso noto il contenuto della lettera inviata dai partners di LTCM ai propri investitori. La lettera riconosceva che dall'inizio dell'anno al 31 agosto il fondo aveva subito perdite del 52% e che stava cercando nuovi apporti di capitale. Fra il 2 e il 23 settembre, quando 14 banche e società di intermediazione mobiliare hanno convenuto di erogare \$3,6 miliardi per ricapitalizzare il fondo, si è via via rafforzata la consapevolezza dell'urgenza di trovare una soluzione ordinata. Le notizie delle sempre maggiori difficoltà del fondo si stavano diffondendo, e con esse i timori per l'instabilità che si sarebbe potuta determinare qualora esso fosse stato posto in fallimento e le sue controparti avessero dovuto chiudere le proprie posizioni in modo precipitoso e disordinato. Si temeva inoltre che lo smobilizzo delle garanzie detenute da tali controparti, assieme alla liquidazione di posizioni simili a quelle di LTCM da parte di altre istituzioni, avrebbe gravato oltre misura sui mercati finanziari già tesi, acuendo ulteriormente il nervosismo degli operatori.

... le tensioni si propagano più rapidamente ...

... e più estesamente che in passato

L'incertezza a riguardo delle potenziali ramificazioni di un fallimento disordinato di LTCM, e in particolare il timore che i suoi effetti si sarebbero propagati a operatori non direttamente parte in causa, e al di là dei confini degli Stati Uniti, illustrano come le istituzioni e i mercati siano divenuti inestricabilmente

interdipendenti. L'incertezza era dovuta soprattutto alle dimensioni e alla portata dell'attività di LTCM, che abbracciava un ampio ventaglio di strumenti finanziari e una molteplicità di mercati, nonché alla natura delle sue operazioni, in molti casi basate su strumenti complessi. Ma a questi fattori si aggiungeva la situazione generale dei mercati finanziari, che risentiva ancora dell'instabilità generata dagli eventi del mese precedente. Il pericolo di diffuse turbolenze finanziarie qualora il fondo fosse stato improvvisamente messo in stato di insolvenza contribuisce a spiegare la disponibilità di varie istituzioni private ad adoprarsi per una risoluzione ordinata, attraverso un processo facilitato dalla banca centrale.

#### *Insegnamenti della crisi del settembre e ottobre 1998*

Ciò che ha colto maggiormente di sorpresa gli operatori e le autorità durante l'episodio di turbolenza dei mercati del 1998 è stata la misura in cui le condizioni si sono deteriorate, nonché la rapidità con la quale si è dileguata la liquidità in vari segmenti di mercato. Gli eventi dello scorso anno hanno posto in luce il ruolo chiave di un elevato rischio di credito e del ricorso estensivo a strategie di leva nel determinare le dinamiche del mercato finanziario allorché interviene un brusco cambiamento nell'umore degli investitori. Essi hanno altresì evidenziato l'importanza sistemica della funzione di market-making. Inoltre, se si considera la crisi congiuntamente alla successiva ripresa sorgono interrogativi di rilevanza critica in merito alla corretta risposta delle politiche alla fragilità dei mercati finanziari e alle attuali quotazioni delle attività.

Sebbene l'attenzione degli osservatori si fosse concentrata prima dell'estate scorsa sul livello dei corsi azionari, il fattore scatenante della crisi è stato di fatto l'annuncio dell'insolvenza di un mutuatario. Gli eventi che ne sono seguiti sono stati principalmente indotti da una riconsiderazione del rischio di credito da parte degli investitori. La differenza sostanziale fra il rischio di mercato e il rischio di credito è che, mentre il primo riguarda essenzialmente la struttura e la dinamica della volatilità dei prezzi, il secondo è connesso all'incertezza circa la capacità dei mutuatari e delle altre controparti di onorare le loro obbligazioni di pagamento. Non è casuale che i mercati del reddito fisso e dei prodotti derivati, dove più evidente è la sensibilità al rischio di credito, siano stati quelli che hanno maggiormente patito della turbolenza e quelli che ancora ne risentono le conseguenze postume. Questi eventi illustrano inoltre come le dinamiche di mercato poste in moto da timori generalizzati circa il rischio di credito possano dare origine a insolite configurazioni dei movimenti di prezzo. I sistemi di gestione del rischio, concepiti soprattutto al fine di misurare e controllare il rischio di mercato, non sempre sono idonei a cogliere correttamente il comportamento dei prezzi in siffatte condizioni di mercato. Tali sistemi possono addirittura contribuire ad accentuare le tensioni, in quanto la loro applicazione comporta che gli investitori debbano ridurre il rischio del portafoglio liquidando le posizioni in un mercato calante.

Rischio di credito e rischio di mercato

La crisi ha messo in chiara evidenza la misura in cui gli operatori si erano avvalsi di un'ampia gamma di strategie di leva finanziaria nell'intento di migliorare il rendimento del capitale, nonché i problemi che insorgono quando un'inversione di tendenza del mercato induce a liquidare tali posizioni. L'atteggiamento tollerante dei prestatori nei riguardi del rischio aveva generalmente ridotto il

Leva finanziaria

costo e accresciuto la disponibilità dei finanziamenti. In molti casi, le intense pressioni concorrenziali hanno indotto i creditori ad attenuare il rigore degli strumenti predisposti per limitare e controllare le esposizioni creditorie. L'elevato grado di leva, insito nelle strategie che fanno largo uso di strumenti derivati, e il finanziamento delle posizioni mediante vendite allo scoperto, hanno moltiplicato le perdite allorché è calato il prezzo delle attività più rischiose mentre sono divenuti più cari i titoli di Stato emessi dai maggiori paesi industriali. La richiesta di margini addizionali e, in certi casi, la perdita di valore delle garanzie collaterali hanno costretto gli investitori a un'affannosa ricerca della liquidità che ha propagato ad altri segmenti di mercato l'impatto della chiusura di posizioni.

Operatori primari

Un'altra importante caratteristica del più recente episodio di turbolenza è stato il fatto che è risultato gravemente compromesso il funzionamento di determinati comparti del mercato, talvolta al punto di determinarne il blocco totale. Le istituzioni tipicamente specializzate nel facilitare l'incontro fra compratori e venditori hanno visto ridursi la loro capacità di svolgere la funzione di market-making a causa della limitatezza della propria base di capitale in presenza di un mercato unidirezionale. Inoltre, in molti mercati OTC e derivati la situazione è stata ulteriormente complicata dal fatto che la predetta funzione doveva essere esercitata di fatto da operatori a elevata leva finanziaria come LTCM, stante la dimensione delle loro posizioni (Capitolo VII). La pressante ricerca di liquidità da parte di questi operatori ha intensificato ancor più le tensioni del mercato.

Infine, è importante riconoscere che la ripresa di molti mercati è stata quasi altrettanto spettacolare quanto la loro caduta. In pressoché tutte le economie avanzate i corsi azionari hanno riguadagnato il terreno perduto e anzi in molti casi hanno toccato nuovi massimi. Gli spreads sulle obbligazioni societarie e delle economie emergenti si sono ridotti e, sebbene essi non siano ridiscesi ai livelli antecrisi, le emissioni sono state accolte con crescente favore dagli investitori. Questa ripresa suscita di per sé taluni quesiti in merito alla corretta interpretazione dell'episodio di crisi. Una possibile interpretazione considererebbe la susseguente ripresa come indicativa del fatto che la turbolenza è stata il risultato di dinamiche immanenti nel comportamento degli operatori finanziari. In questo caso, la questione che si pone ai responsabili delle politiche è come impedire, se possibile, il ripetersi di tali fenomeni e come rafforzare la capacità di resistenza dei sistemi finanziari di fronte alle crisi. Se, per contro, la crisi va interpretata come una giustificata reazione al cambiamento di grandezze economiche fondamentali, allora le quotazioni correnti potrebbero rivelarsi altrettanto fragili quanto quelle prevalenti all'inizio dell'estate dello scorso anno.