

Quadro generale degli sviluppi: cauto ritorno della tolleranza al rischio

Dopo l'intensificarsi delle turbolenze e dei timori riguardo al rischio sistemico nelle prime due settimane di marzo 2008, nella parte restante del periodo sino a fine maggio nei mercati finanziari si è assistito a un cauto ritorno della tolleranza al rischio degli investitori. Il processo di disordinato smobilizzo delle esposizioni iniziato nel 2007 si è accentuato a partire da fine febbraio, riducendo progressivamente la liquidità nei mercati delle attività e facendone crollare le valutazioni su livelli indicativi di acute tensioni. Successivamente, tuttavia, i mercati si sono ripresi grazie alle ripetute azioni delle banche centrali e all'intervento della Federal Reserve per facilitare l'acquisizione di un'importante banca di investimento statunitense. In netto contrasto con questi andamenti positivi, non vi è stato alcun recupero dei mercati monetari interbancari, dove la domanda di liquidità è rimasta elevata.

La metà di marzo ha segnato un punto di svolta per molte categorie di attività. Fra le indicazioni di chiusura delle posizioni corte, gli spread creditizi sono tornati sui valori di metà gennaio, per poi fluttuare intorno a tali livelli durante tutto il mese di maggio. La liquidità di mercato è migliorata, rendendo possibile una differenziazione di prezzo più accurata tra gli strumenti. La stabilizzazione dei mercati finanziari e l'emergere di prospettive economiche lievemente meno pessimistiche hanno concorso a un'inversione di rotta anche nei mercati azionari. In questo contesto, i rendimenti dei titoli di Stato hanno toccato un punto di svolta inferiore e sono quindi aumentati in misura considerevole. Tale sviluppo è stato favorito sia dal calo della domanda motivata dalla ricerca di sicurezza sia dalla convinzione, sempre più diffusa tra gli investitori, che l'impatto delle turbolenze finanziarie sull'attività economica reale sarebbe potuto risultare meno grave del previsto. Le attività dei mercati emergenti hanno evidenziato dal canto loro andamenti sostanzialmente in linea con quelli nelle economie industrializzate, in quanto l'ago della bilancia dei rischi si è spostato dai timori per la crescita economica a quelli per l'inflazione.

Le turbolenze sui mercati creditizi cedono il passo a una fragile ripresa

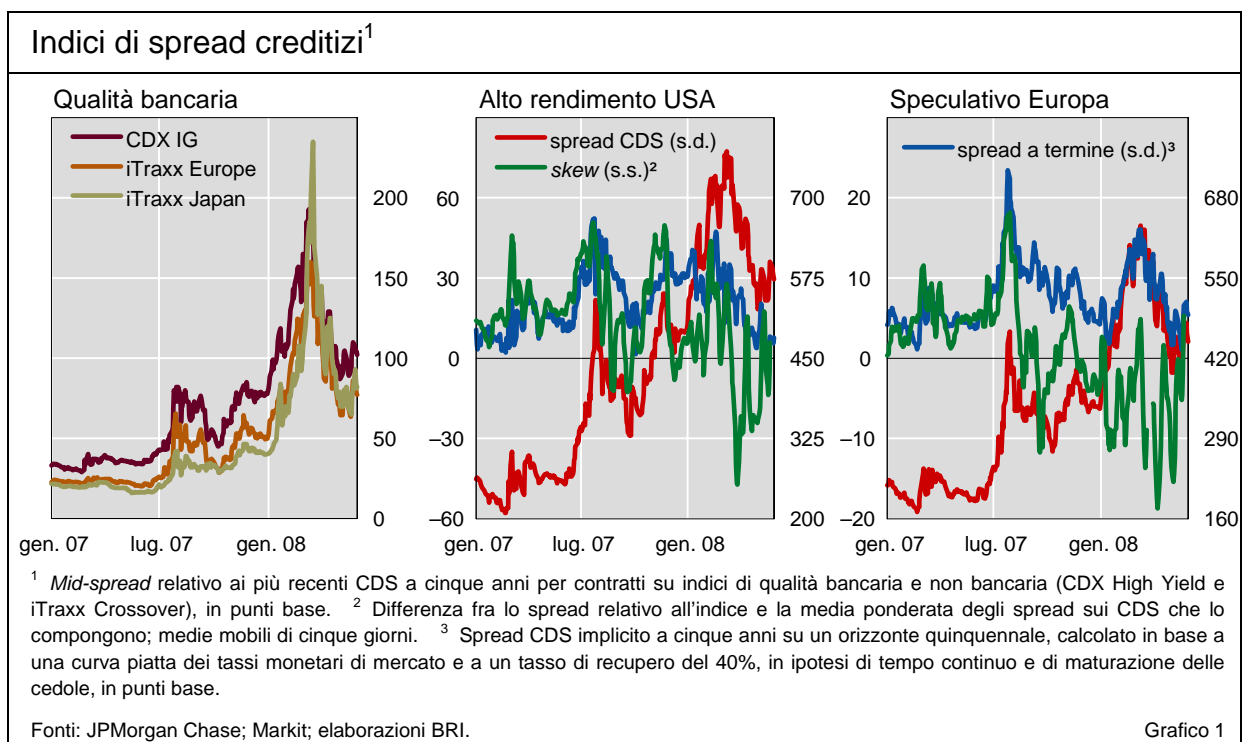
Dopo due settimane di crescente instabilità agli inizi di marzo, i mercati creditizi hanno tratto impulso dal cauto ritorno della tolleranza al rischio e gli spread si sono ridotti rispetto ai livelli estremamente alti del primo trimestre. Il

clima di fiducia è mutato a metà marzo, dopo i ripetuti interventi posti in essere dalla Federal Reserve per migliorare il funzionamento del mercato e contribuire a evitare il collasso di un'importante banca di investimento statunitense. Tali azioni hanno alleviato i timori riguardo ai rischi per il sistema finanziario, portando alla ripresa delle contrattazioni in mercati precedentemente divenuti disfunzionali e al rialzo dei prezzi di varie attività rischiose.

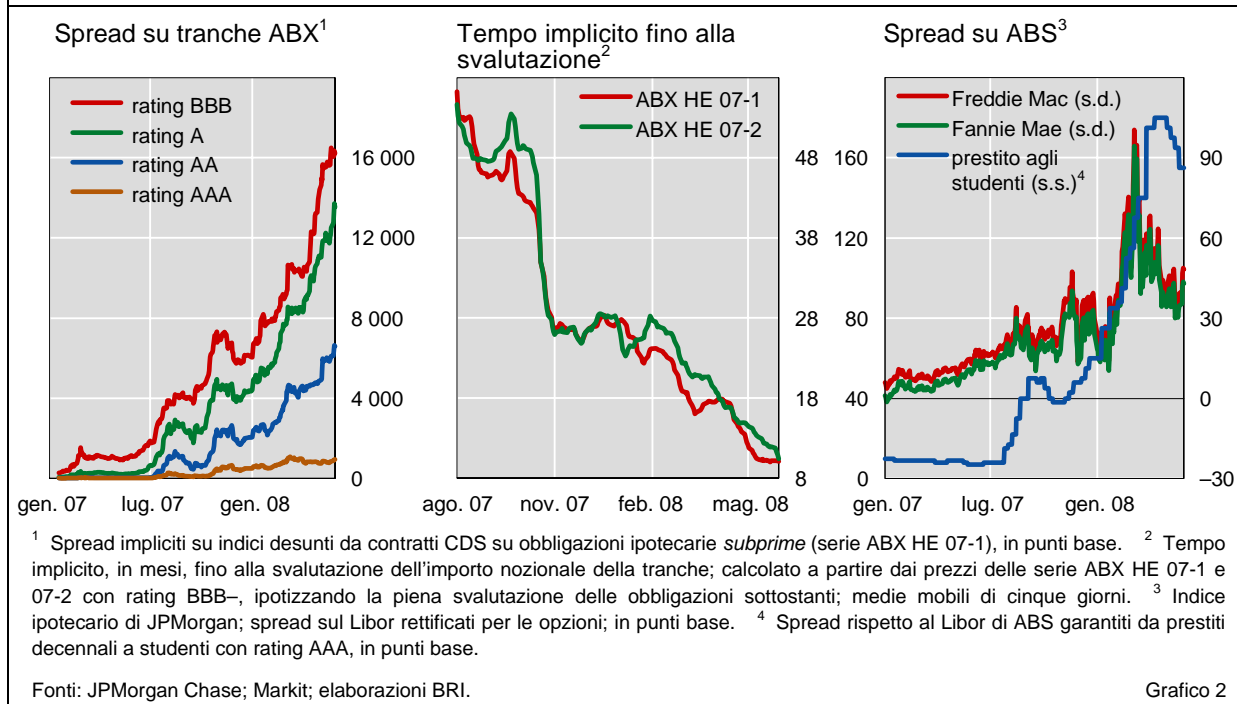
Tra fine febbraio e fine maggio lo spread relativo all'indice CDX statunitense a cinque anni ad alto rendimento si è ridotto di circa 144 punti base, a 573, mentre i corrispondenti spread nel comparto di qualità bancaria (*investment grade*) sono scesi di 63 punti base, a 102. Gli indici europei e giapponesi hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento dei principali indici statunitensi, segnando un calo complessivo tra 25 e 153 punti base. Fra il 10 e il 17 marzo i cinque principali indici di *credit default swap* (CDS) sono tutti saliti verso livelli corrispondenti o prossimi ai rispettivi massimi storici, ma successivamente hanno ripreso a scendere e sono parsi stabilizzarsi attorno ai valori di metà gennaio, mantenendosi notevolmente al disopra dei livelli precedenti l'inizio delle turbolenze a metà 2007 (grafico 1).

Le turbolenze sui mercati creditizi si sono aggravate ai primi di marzo, creando le premesse per un pronunciato mutamento del clima di fiducia nella parte restante del periodo. Le pressioni sui bilanci bancari che già si erano accumulate durante la fase di crisi si sono ulteriormente accentuate agli inizi del mese. Mentre le banche continuavano a ridurre le esposizioni nelle loro varie linee operative, l'inasprimento degli scarti di garanzia applicati alle operazioni pronti contro termine ha indotto diversi hedge fund e altri investitori con elevato grado di leva a liquidare le posizioni aperte. Di conseguenza, il timore di una spirale di richieste di margini addizionali e cessioni forzate di

Le turbolenze sui mercati si aggravano agli inizi di marzo ...



Mercati USA delle cartolarizzazioni



... in presenza di un prosciugamento della liquidità ...

... e di maggiore incertezza

Tuttavia i ripetuti interventi delle banche centrali ...

... e l'acquisizione di Bear Stearns ...

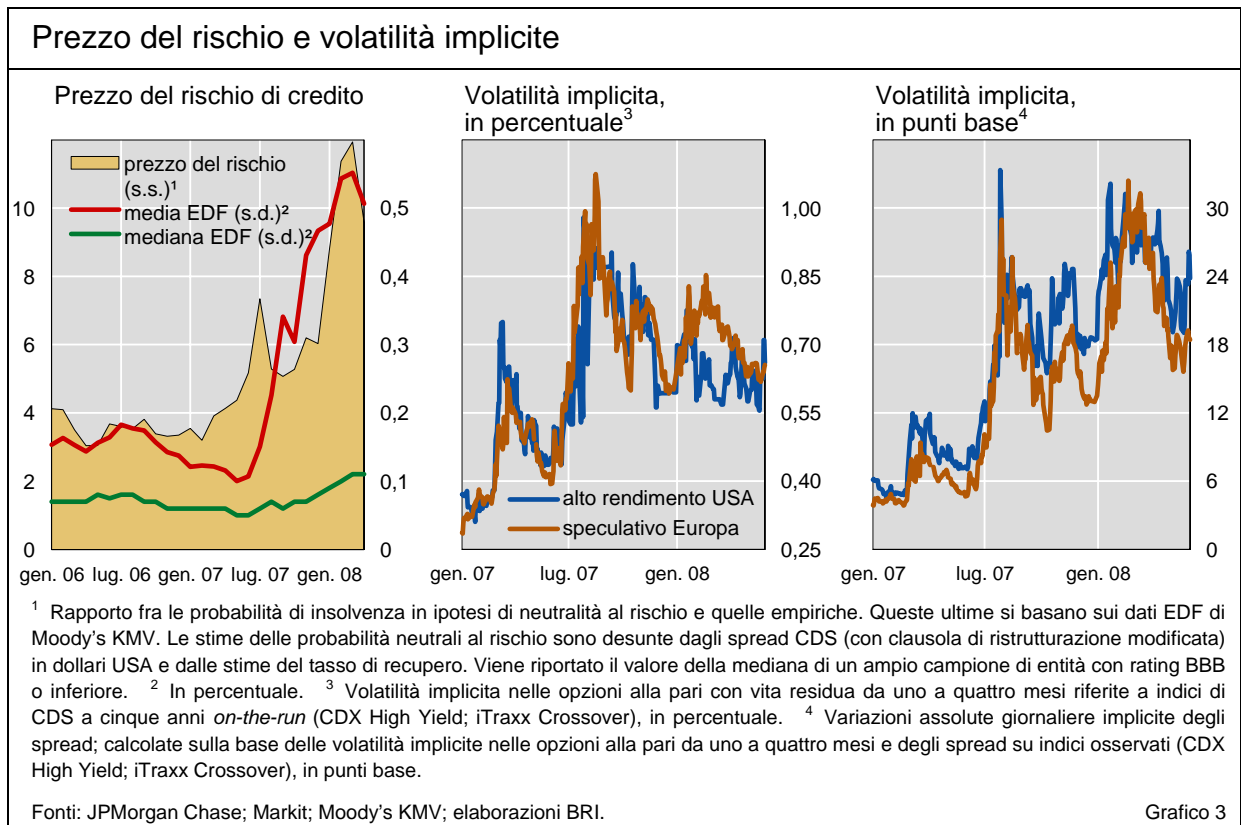
attività ha accelerato il disimpegno degli investitori da vari mercati finanziari. In tali circostanze, anche gli spread sulle attività con rating migliore hanno raggiunto livelli insolitamente elevati e la liquidità è venuta meno in gran parte dei mercati a reddito fisso. Questo fenomeno ha coinvolto anche attività, come ad esempio determinate cartolarizzazioni di prestiti agli studenti, basate su esposizioni quasi interamente protette da garanzie federali USA, oltre che *mortgage-backed securities* sottoscritti da enti statunitensi di emanazione governativa (grafico 2, diagramma di destra). L'aumento dell'incertezza emerge altresì con evidenza dall'andamento della volatilità implicita che, espressa in termini di spread assoluti, è tornata su livelli analoghi a quelli degli inizi della crisi nell'estate 2007 (grafico 3, diagramma di destra).

Le inquietudini di un crollo dei mercati finanziari hanno raggiunto l'apice nella settimana iniziata il 10 marzo, innescando ripetuti interventi da parte delle autorità statunitensi. Le spinte effettive e attese verso una riduzione del grado di leva (*deleveraging*) hanno continuato a pesare sui mercati agli inizi della settimana, in presenza di un allargamento degli spread del settore finanziario e di una performance meno positiva degli indici di CDS di qualità bancaria rispetto a quella dei *benchmark* di qualità inferiore (grafico 4, riquadri di sinistra e centrale). Gli spread si sono temporaneamente stabilizzati l'11 marzo, quando la Federal Reserve ha annunciato un'espansione dell'attività di prestito titoli a favore delle grandi banche statunitensi che operano come *dealer* (cfr. la sezione sui mercati monetari e la tabella 1). Gli indici di CDS europei si sono ridotti di oltre 10 punti base a seguito della notizia, mentre i due principali indici USA hanno chiuso in ribasso rispettivamente di 17 e 41 punti (grafico 1). Il clima di mercato ha tuttavia ripreso a peggiorare nella parte successiva della settimana, determinando una forte stretta di liquidità per Bear Stearns. Ciò ha

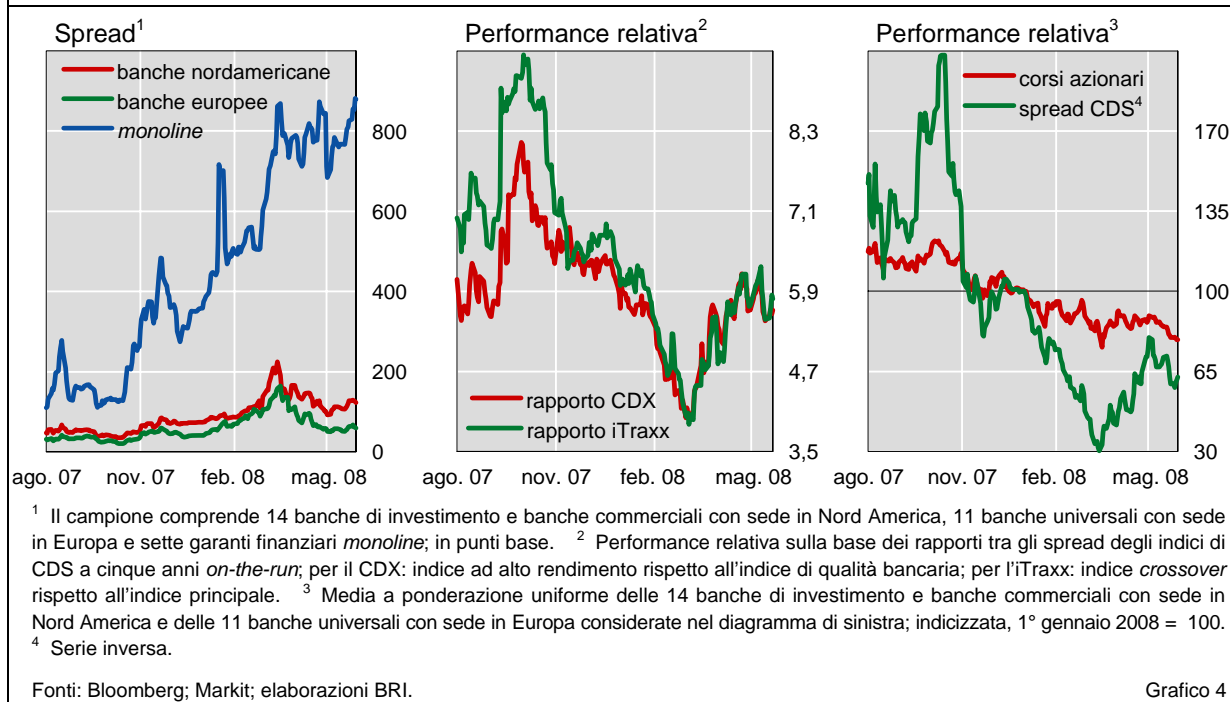
a sua volta indotto la Federal Reserve, la mattina del venerdì 14 marzo, ad adottare la decisione straordinaria di ricorrere alla sezione 13(13) del Federal Reserve Act per concedere anticipazioni garantite alla banca in difficoltà, poi acquisita da JPMorgan il lunedì successivo.

I suddetti andamenti sono parsi prefigurare una svolta sul mercato, dando avvio a una fase di generale restringimento degli spread. Al sollievo per il salvataggio di Bear Stearns si è aggiunto l'abbassamento di 75 punti base, al 2,25%, del tasso obiettivo sui *federal fund* deciso dalla Federal Reserve il 18 marzo. Un ulteriore sostegno è stato impartito il 18 e 19 marzo dagli annunci di utili migliori del previsto da parte di importanti banche di investimento, e tra gli investitori si è diffusa l'opinione che le iniziative delle banche centrali intese a ripristinare la liquidità di mercati precedentemente disfunzionali stessero progressivamente producendo gli effetti sperati. In linea con le percezioni di un considerevole calo del rischio sistemico, gli spread (soprattutto quelli delle società del settore finanziario e di altre imprese di qualità bancaria) si sono ridotti rispetto ai massimi dei primi di marzo (grafico 4). Come indicato dalle variazioni dei differenziali di prezzo tra prodotti con esposizioni analoghe, questi movimenti sono stati in parte indotti dalla liquidazione di posizioni speculative corte, a seconda della facilità di apertura o chiusura delle stesse. Per esempio, gli spread sui CDS collegati ai principali indici creditizi hanno subito oscillazioni più consistenti di quelli sui nominativi che compongono i medesimi indici (grafico 1, riquadri centrale e di destra). Analogamente, i CDS hanno messo a segno performance migliori delle obbligazioni a pronti comparabili poiché gli operatori hanno corretto le loro posizioni sintetiche.

... prefigurano una svolta



Spread nel settore finanziario: performance relativa



Gli spread calano rispetto ai massimi raggiunti ...

... e la tolleranza al rischio torna ad aumentare ...

... malgrado un nuovo deterioramento dei fondamentali nel mercato delle abitazioni

Nel corso del periodo il restringimento dei differenziali ha coinciso con una sensibile ripresa degli indicatori della tolleranza al rischio degli investitori. Benché ancora elevato, il prezzo del rischio di credito calcolato a partire dalle probabilità di insolvenza implicite negli spread creditizi e da quelle empiriche relative ai mutuatari di qualità inferiore è sceso notevolmente rispetto ai livelli molto elevati della prima parte del 2008 (grafico 3, diagramma di sinistra). La riduzione dei premi è altresì in linea con i movimenti della struttura per scadenze degli spread creditizi, come mostrano i differenziali a termine correnti rispetto a quelli impliciti, dai quali emerge che gli investitori avevano modificato il compenso richiesto per i rischi a breve termine (grafico 1, riquadri centrale e di destra). Analogamente, la volatilità implicita nelle opzioni su indici CDS è andata calando fino al secondo trimestre. Ciò indica un livello lievemente inferiore di incertezza circa i movimenti degli spread creditizi sul più breve periodo (grafico 3, riquadri centrale e di destra).

Malgrado l'ulteriore deterioramento dei fondamentali sul mercato delle abitazioni, il mutamento di clima è stato evidente anche nel settore dei mutui statunitensi di qualità *subprime*. Gli spread sugli indici ABX riferiti a obbligazioni con rating AAA garantite da prestiti ipotecari residenziali si sono ridotti rispetto ai precedenti massimi (grafico 2, diagramma di sinistra), ridimensionando le perdite stimate sulla base dei prezzi degli ABX (cfr. il riquadro). Ciò è avvenuto nonostante la mancata ripresa delle serie con rating originari inferiori, i cui prezzi hanno continuato a indicare le aspettative di una svalutazione totale di tutte le obbligazioni sottostanti entro la metà del 2009 (grafico 2, diagramma centrale). Livelli così bassi e il fatto che sinora nessuno degli indici ABX sia stato interessato da svalutazioni del valore nominale fanno ritenere che gli investitori abbiano scontato nei prezzi la possibilità di una

svalutazione della quota capitale dei mutui dovuta alla legislazione. Su questo sfondo, le emissioni private di titoli garantiti da ipoteche hanno continuato a ristagnare e la crescita dei volumi è provenuta principalmente dalle cartolarizzazioni di mutui sponsorizzate da agenzie statunitensi e dalle strutture basate su esposizioni connesse con carte di credito.

Spronati dall'ottimismo circa gli sforzi di ricapitalizzazione delle banche, gli spread hanno continuato a restringersi durante tutto aprile per poi tornare ad ampliarsi leggermente in maggio. Benché nell'intero periodo si siano susseguiti annunci di consistenti svalutazioni operate da importanti istituzioni finanziarie, la ripresa dei mercati ha favorito un'accelerazione del processo di ricostituzione della base patrimoniale. A seguito delle notizie di un'emissione di diritti di opzione da parte di Lehman Brothers il 31 marzo, gli spread sui CDS riferiti al debito emesso dalla società si sono ristretti. UBS ha annunciato ingenti perdite nel primo trimestre e un aumento di capitale interamente sottoscritto il 1° aprile, seguita nel resto del mese da altre istituzioni. Nel solo mese di aprile le banche sono complessivamente riuscite a raccogliere capitali addizionali per oltre \$100 miliardi, arginando così il deterioramento degli indici patrimoniali. Contemporaneamente, gli spread sui CDS del settore finanziario, fatta eccezione per il segmento *monoline*, hanno segnato una performance migliore dei prezzi delle azioni corrispondenti (grafico 4, diagramma di destra), rispecchiando l'attenuarsi dei timori di rischi imminenti per il settore e gli effetti di diluizione prodotti dal finanziamento con capitale di rischio. I mercati hanno perso parte di questi guadagni agli inizi di maggio, per motivi in certa misura riconducibili alle cospicue nuove emissioni collocate da prenditori societari. Tra queste figurava un'operazione di \$9 miliardi, il più grande collocamento in dollari effettuato da un mutuatario non statunitense negli ultimi sette anni. Gran parte delle emissioni era riconducibile a società del settore finanziario e ad altri soggetti con elevato merito di credito, mentre i mercati dell'alto rendimento erano ancora sostanzialmente inattivi. Il clima di fiducia è tuttavia rimasto generalmente positivo e nel resto del mese gli spread hanno oscillato attorno ai livelli di metà gennaio.

Alla fine del periodo nell'ultima parte di maggio, il processo di disordinato *deleveraging* aveva subito una battuta d'arresto, cedendo il passo a condizioni più regolari nei mercati creditizi. L'aumento della liquidità e della propensione al rischio aveva riportato gli investitori sui mercati, creando le premesse per una maggiore differenziazione di prezzo. I livelli di capitalizzazione delle banche erano cresciuti, pur restando inferiori rispetto a prima della crisi. Nel contempo, il valore ancora elevato delle volatilità implicite indicava una perdurante incertezza degli investitori circa l'andamento futuro dei mercati creditizi. Di fronte al protratto deterioramento del ciclo del credito e al rischio di connesse perdite su esposizioni non collegate al settore dei mutui residenziali, non era quindi chiaro se l'offerta di liquidità e la tolleranza al rischio fossero aumentate in misura tale da consentire che le migliori condizioni perdurassero nel tempo.

Gli sforzi di ricapitalizzazione ...

... sostengono anche il clima di mercato ...

... ma permangono interrogativi circa le perdite cicliche

Stima delle perdite da valutazione sugli MBS *subprime* in base all'indice ABX HE: potenziali limitazioni

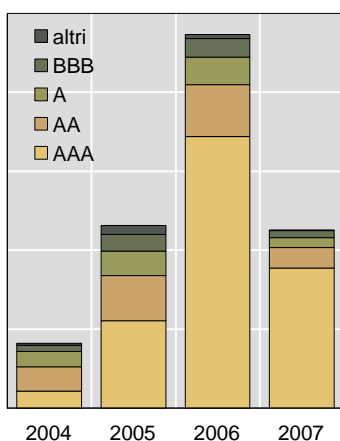
Le ripetute e ingenti svalutazioni delle esposizioni verso il mercato delle ipoteche USA e il perdurante deterioramento del settore delle abitazioni negli Stati Uniti hanno suscitato negli operatori sia pubblici sia privati un vivo interesse per la stima delle perdite complessive connesse ai mutui *subprime*. In questo contesto, particolare attenzione è stata rivolta alle variazioni del valore stimato di mercato dei titoli garantiti da ipoteche (*mortgage-backed securities*, MBS) *subprime* e al loro raffronto con le svalutazioni annunciate dalle banche e da altri investitori[®]. Un'importante fonte di dati per il calcolo delle suddette stime è costituita dalla serie di indici ABX HE basata sui *credit default swap* (CDS) con un'esposizione verso il mercato *subprime*. Il presente riquadro fornisce una semplice analisi delle perdite da valutazione sugli MBS *subprime* calcolate a partire dai prezzi degli ABX, evidenziandone alcuni possibili limiti e sostenendo in particolare che in passato le perdite totali da valutazione per i titoli con rating AAA potrebbero essere state sovrastimate di oltre il 60%.

L'indice ABX HE – Le contrattazioni della prima serie di indici ABX sono iniziate nel gennaio 2006. Ogni indice è composto da un gruppo di portafogli equiponderati e statici di CDS riferiti a 20 strutture MBS *subprime*. Come per altri importanti indici di CDS, ogni sei mesi viene introdotta una nuova serie corrente (*on-the-run*), riferita a 20 strutture MBS *subprime* completamente nuove emesse nei sei mesi precedenti la sua introduzione. Ogni serie è a sua volta formata da cinque sottoindici, ognuno dei quali si basa su esposizioni a tranches di diversa qualità (AAA, AA, A, BBB e BBB-) delle stesse 20 strutture MBS sottostanti[®]. I prezzi dell'indice, quotati in percentuale del valore nominale, riflettono la disponibilità degli investitori ad acquistare o vendere protezione sulla base della loro percezione del rischio connesso ai prestiti *subprime* sottostanti.

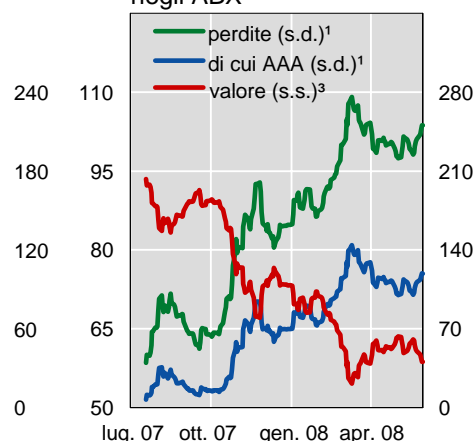
Calcolo delle perdite sugli MBS *subprime* al valore di mercato – A seconda del concetto di perdita adottato e dei dati necessari, le perdite sugli MBS *subprime* possono essere misurate in diversi modi, nessuno dei quali è intrinsecamente migliore degli altri. Fra questi, il calcolo al valore di mercato è verosimilmente il più semplice[®]. Il concetto di valutazione ai prezzi di mercato si basa infatti sui prezzi osservati, eliminando la necessità di formulare ipotesi riguardo a grandezze parametriche o relazioni storiche. Il valore di mercato delle perdite sugli MBS *subprime* può essere stimato semplicemente applicando ai volumi in essere di questi titoli i prezzi degli ABX corrispondenti in termini di rating ed epoca di emissione. Il grafico A illustra i risultati di tale esercizio (diagramma centrale) per i volumi in essere di MBS *subprime* emessi tra il 2004 e il 2007, suddivisi per categoria di rating e anno di emissione (diagramma di sinistra)[®]. In base a questa stima, a fine maggio 2008 i prezzi degli ABX collocavano il valore delle consistenze di MBS *subprime* a circa 59 centesimi per dollaro. Ciò equivarrebbe a sua volta a un totale di perdite da valutazione di approssimativamente \$250 miliardi, di cui \$119 miliardi (circa il 47%) riconducibili al livello AAA.

Consistenze in essere, perdite implicite e struttura degli MBS *subprime*

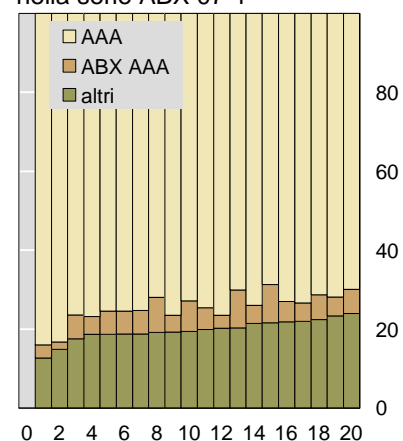
Consistenze in essere¹



Valore e perdite implicite negli ABX²



Struttura semplificata degli MBS nella serie ABX 07-1⁴



¹ In miliardi di dollari USA. ² Nell'ipotesi di svalutazione integrale degli MBS privi di rating e applicando i prezzi dell'indice ABX (per serie e rating) ai rispettivi volumi di MBS in essere (utilizzando gli indici BBB- per la valutazione degli MBS BB e la media delle serie 06-2 e 07-1 per quelli emessi nel 2006; si ipotizza che le tranches provviste di rating emesse nel 2004 non siano intaccate). ³ In percentuale del valore nominale. ⁴ Saldi in essere (in percentuale del totale) all'emissione delle 20 strutture (indicate nell'asse delle ascisse) cui si riferisce l'indice ABX HE 07-1; esclusa la sovracopertura (*overcollateralisation*).

Fonti: ABSNET.net; JPMorgan Chase; UBS; elaborazioni BRI.

Grafico A

Limitazioni connesse all'utilizzo dell'indice ABX – Le stime delle perdite al valore di mercato e le svalutazioni effettivamente operate dalle banche e dagli altri investitori possono differire per varie ragioni. A seconda del loro obiettivo, gli analisti devono pertanto essere consapevoli delle potenziali fonti di distorsioni. È possibile individuare almeno tre fonti di questo tipo, due delle quali sono specifiche dell'indice ABX.

- **Trattamento contabile** – Gli MBS *subprime* sono detenuti da una varietà di investitori e a fini diversi. È noto che consistenti volumi di tali strumenti figurano nei portafogli di negoziazione delle banche, ma sia queste ultime sia gli altri investitori possono anche detenere gli MBS fino a scadenza. Ciò può dar luogo a differenze di trattamento contabile che tenderebbero a ridimensionare le svalutazioni effettive e i relativi accantonamenti rispetto alle perdite stimate al valore di mercato sulla base di indici quali l'ABX. L'entità di questo effetto è tuttavia difficile da determinare, ancor più laddove i titoli non siano più negoziati su mercati attivi e quindi il calcolo del *fair value* debba essere effettuato con tecniche di valutazione che possono differire da un investitore all'altro[®].
- **Copertura di mercato** – I prezzi degli indici ABX possono non essere rappresentativi dell'intero universo *subprime*, poiché tali indici offrono una copertura limitata del mercato complessivo. Il saldo originario in tutte e quattro le serie è stato mediamente pari a \$31 miliardi, contro circa \$36 miliardi di emissioni mensili medie di MBS nei dieci trimestri fino alla metà del 2007. Ciò vuol dire che ogni serie equivale a meno di un mese di offerta di MBS *subprime*. Analogamente, poiché le consistenze in essere degli MBS *subprime* emessi tra il 2004 e il 2007 sono stimate a circa \$600 miliardi, ciascuna serie rappresenta in media il 5% circa dell'intero universo. Al tempo stesso, è noto che, in termini di caratteristiche delle attività sottostanti (ad esempio i punteggi FICO e il rapporto fra prestito e valore della garanzia), la composizione dell'indice ABX è abbastanza simile a quella del mercato generale (per una stessa epoca di emissione)[®]. Di conseguenza, la copertura piuttosto limitata potrebbe non rappresentare una fonte di distorsione rilevante.
- **Copertura a livello di struttura** – Analogamente, i prezzi dell'indice ABX potrebbero non essere rappresentativi in quanto ogni serie copre solo parte della struttura dei 20 MBS compresi nell'indice (per un'illustrazione, si veda il diagramma di destra del grafico A)[®]. In particolare, le tranche cui si riferiscono gli indici AAA non costituiscono la parte più *senior* dell'emissione, bensì quella con la durata finanziaria (vita media attesa) più lunga (i cosiddetti *last cash flow bond*). Tali titoli ricevono gli eventuali flussi monetari in ordine sequenziale dopo che tutte le altre tranche AAA sono state pagate. Inoltre, prevedono generalmente il pagamento su base *pro rata* solo quando l'obbligazione *mezzanine* più elevata è stata cancellata. Ne consegue che i prezzi dell'indice ABX AAA rispecchiano una durata finanziaria superiore e un grado di subordinazione effettiva inferiore rispetto al resto dell'universo degli MBS *subprime* AAA. Pertanto, in base ai nuovi dati disponibili sulle tranche di MBS con durata finanziaria più breve, i \$119 miliardi di perdite impliciti negli indici ABX AAA a fine maggio apparirebbero maggiori di circa il 62% rispetto alle stime ottenute sulla base di ipotesi più realistiche[®].

[®] Cfr. ad esempio Fondo monetario internazionale, *Global Financial Stability Report*, aprile 2008, pagg. 46-52 e il riquadro 1 in Bank of England, *Financial Stability Report*, aprile 2008. [®] Indici aggiuntivi, denominati ABX HE PENAAA, sono stati introdotti nel maggio 2008 per fornire ulteriori informazioni sui prezzi delle quattro serie esistenti. [®] Secondo un approccio alternativo, che probabilmente produrrebbe risultati molto diversi, gli scompensi futuri di *cash flow* dovuti a eventuali insolvenze sono stimati sulla base di dati a livello di singole operazioni o a livello aggregato relativi ai titoli *subprime*. A tal fine, è necessario utilizzare informazioni sulla performance delle attività costituite in garanzia e formulare ipotesi sulle relazioni strutturali e i parametri di modello. Tipicamente, le proiezioni delle perdite *subprime* si fondano ad esempio sui tassi di morosità e su ipotesi concernenti fattori quali il passaggio a insolvenza dei prestiti in mora, le epoche delle insolvenze e le perdite in caso di insolvenza. Per un esempio basato sull'approccio definito da UBS, cfr. il riquadro 1 del "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del dicembre 2007 della *Rassegna trimestrale BRI*. [®] Le perdite al valore di mercato (rispetto al valore nominale) sono calcolate ipotizzando che le tranche prive di rating subiscano una svalutazione integrale e utilizzando i prezzi degli indici ABX BBB- per calcolare il valore degli MBS BB; si suppone inoltre che le tranche provviste di rating emesse nel 2004 non siano intaccate; gli ammontari in essere rimangono statici. [®] Per maggiori dettagli, cfr. Global Public Policy Committee, *Determining fair value of financial instruments under IFRS in current market conditions*, dicembre 2007. [®] Cfr., ad esempio, UBS, *Mortgage Strategist*, 17 ottobre 2006. [®] La copertura incompleta a livello di singole strutture riduce ulteriormente la copertura effettiva del mercato: di norma le strutture di MBS *subprime* sono composte da circa 15 tranche, solo cinque delle quali sono state inizialmente incluse negli indici ABX. Di conseguenza, ciascuna serie si riferisce a meno del 15% del volume delle strutture sottostanti al momento dell'emissione. [®] Gli effetti per la stima delle perdite complessive connessi alla durata finanziaria al livello AAA sono necessariamente significativi, poiché i titoli AAA rappresentano la quota predominante delle strutture di MBS. Utilizzando i prezzi dei nuovi indici PENAAA, composti da titoli AAA "second to last", le perdite stimate al valore di mercato per la categoria AAA risultano pari a \$73 miliardi. Ciò si traduce a sua volta in una perdita complessiva da valutazione di \$205 miliardi (inferiore del 18% circa alla stima non corretta di \$250 miliardi).

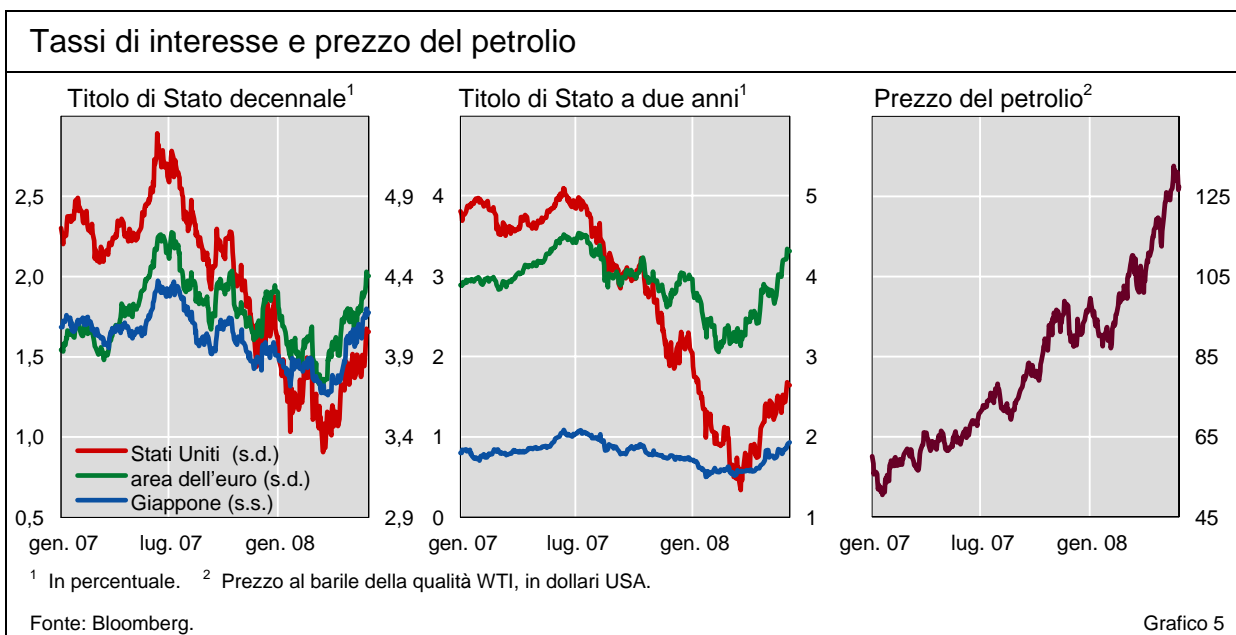
Recupero dei rendimenti obbligazionari con la stabilizzazione dei mercati

I rendimenti obbligazionari toccano un punto di svolta inferiore e risalgono

Rispecchiando gli sviluppi nei mercati creditizi e in quelli azionari (descritti nella prossima sezione), i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle principali economie industrializzate sono calati fino a toccare un punto di svolta inferiore a metà marzo, tornando poi gradualmente a risalire nel resto del periodo in rassegna. Il tasso sul titolo del Tesoro USA decennale è salito di 75 punti base dal minimo del 17 marzo e a fine maggio risultava pari al 4,05%. Nello stesso periodo i rendimenti dei corrispondenti titoli dell'area dell'euro e del Giappone sono cresciuti rispettivamente di circa 70 e 50 punti base, al 4,40 e 1,75% (grafico 5, diagramma di sinistra). Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro il rialzo è stato particolarmente pronunciato sulle scadenze brevi: i rendimenti dei titoli a due anni sono aumentati rispettivamente di 130 e quasi 120 punti base (grafico 5, diagramma centrale). I tassi a due anni sono saliti anche in Giappone, ma di soli 35 punti base. Oltre alla minore domanda di titoli rifugio, la crescita dei rendimenti sui titoli di Stato a breve termine rispecchia la diversa percezione degli investitori circa la necessità di un allentamento monetario dopo la stabilizzazione dei mercati finanziari.

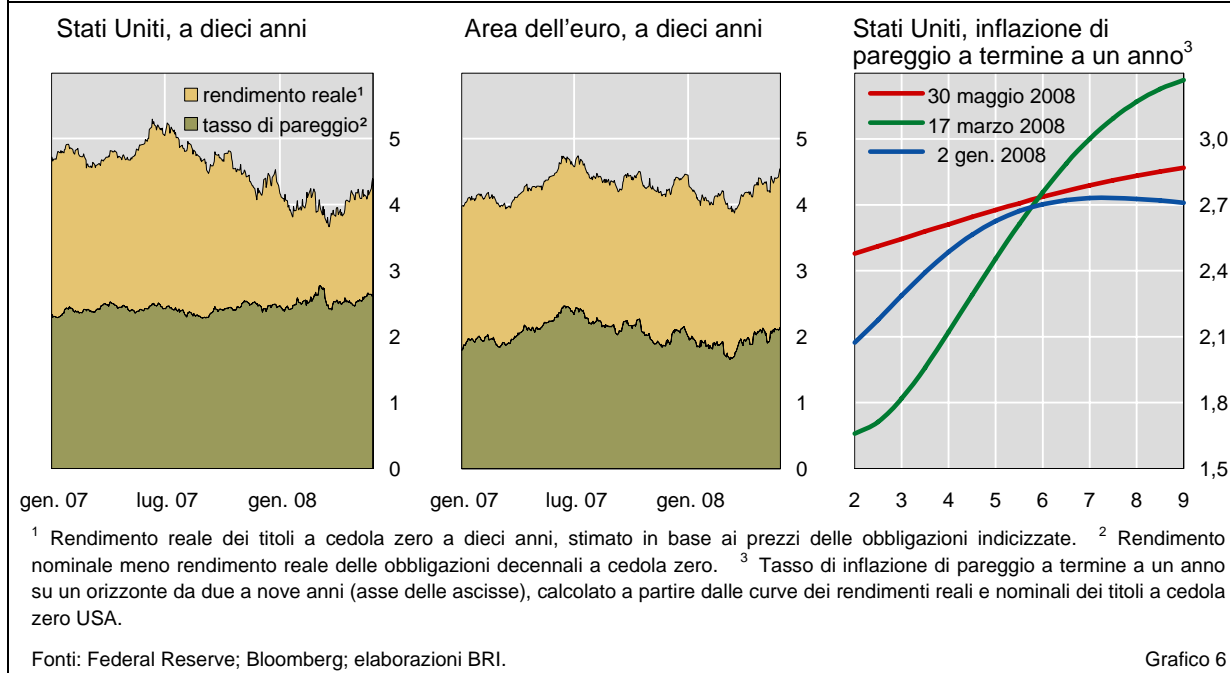
I tassi di pareggio a termine sul breve e sul lungo periodo evidenziano andamenti opposti ...

Nelle prime due settimane di marzo, mentre le turbolenze finanziarie si aggravavano e il calo dei rendimenti si accentuava, i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine sono rimasti relativamente stabili sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (grafico 6, riquadri di sinistra e centrale). Per quanto concerne gli Stati Uniti, tuttavia, tale stabilità è stata il risultato di movimenti opposti tra i tassi di inflazione di pareggio a termine calcolati su orizzonti brevi, calati, e quelli riferiti a orizzonti lunghi, che sono invece aumentati (grafico 6, diagramma di destra). Per quanto nel periodo in esame la fuga verso la sicurezza e altri effetti connessi alla volatilità sui mercati finanziari possano avere influito sui tassi di pareggio, i movimenti osservati sono parsi concordare con i fattori macroeconomici. Nello specifico, in presenza di un rapido



Rendimenti reali e tassi di inflazione di pareggio

In percentuale



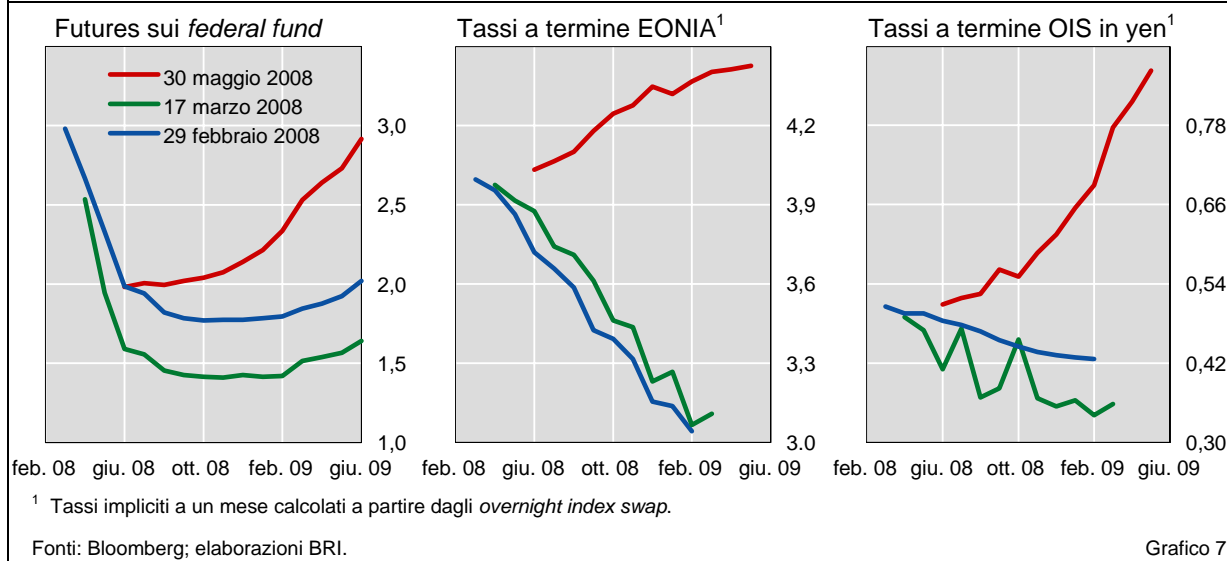
peggioramento della situazione nei mercati finanziari, i timori di conseguenze verosimilmente nefaste per l'attività economica hanno determinato una revisione al ribasso delle attese circa le pressioni a breve termine sui prezzi, in linea con il calo nel segmento a breve della curva dei tassi di inflazione di pareggio a termine. Allo stesso tempo, i medesimi timori hanno diffuso tra gli investitori la convinzione che la Federal Reserve avrebbe mantenuto un orientamento monetario più accomodante del consueto per limitare le ricadute sulla crescita. Nella misura in cui si è ritenuto che ciò avrebbe probabilmente causato un aumento dei prezzi nel più lungo periodo, tale convinzione potrebbe spiegare l'aumento osservato nei tassi di pareggio a termine per gli orizzonti lunghi.

... in linea con le percezioni circa l'economia

Allorché la situazione sui mercati finanziari si è stabilizzata dopo il salvataggio di Bear Stearns a metà marzo e le percezioni circa le prospettive economiche sono lievemente migliorate, la curva dei tassi di pareggio a termine statunitensi si è spostata in direzione opposta e ha registrato un considerevole appiattimento. In larga misura, ciò è probabilmente ascrivibile all'inversione delle tendenze già osservate nella prima metà del mese: l'effetto frenante sui prezzi esercitato dalle turbolenze è stato percepito come più debole, mentre la probabilità di ulteriori abbassamenti considerevoli dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve è stata ritenuta inferiore. Inoltre, le pressioni al rialzo sui prezzi sono sembrate intensificarsi nel breve-medio termine: i corsi dei beni alimentari hanno continuato a salire e quelli del petrolio hanno raggiunto nuovi massimi storici nel periodo in esame (grafico 5, diagramma di destra), spingendo verso l'alto i tassi di pareggio a termine per gli orizzonti brevi.

Curve dei tassi a termine

In percentuale



L'aumento dei rendimenti reali è all'origine della crescita di quelli nominali ...

Benché i movimenti dei tassi di pareggio a lungo termine spieghino parte della crescita dei rendimenti nominali delle obbligazioni a lunga scadenza tra metà marzo e fine maggio, tanto negli Stati Uniti quanto nell'area dell'euro l'incremento è perlopiù riconducibile al rialzo dei tassi reali (grafico 6, riquadri di sinistra e centrale). Quest'ultimo va ricondotto sia alle attese di più elevati tassi di interesse reali medi negli anni a venire, sia all'esaurirsi della fuga verso la sicurezza. La prima componente scaturisce a sua volta dalla percezione diffusa tra gli investitori che le ricadute delle turbolenze finanziarie sull'economia reale sarebbero probabilmente state meno gravi del previsto. Tale convinzione si è fatta strada nonostante i segnali di deterioramento del clima di fiducia dei consumatori di fronte all'inasprimento dei criteri di affidamento delle banche e alla perdurante debolezza nel mercato delle abitazioni USA. Il clima di fiducia degli investitori è invece migliorato grazie verosimilmente alla stabilizzazione dei mercati e a una serie di annunci macroeconomici relativamente positivi, fra cui una crescita del PIL superiore alle attese per il primo trimestre negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e un calo minore del previsto dell'occupazione statunitense nei settori non agricoli in aprile. Il migliorato umore degli investitori ha altresì comportato un cauto ritorno della propensione al rischio, che ha intensificato le spinte al rialzo sui rendimenti riducendo la domanda di titoli di Stato sicuri.

... di riflesso al migliorato clima di fiducia degli investitori ...

In linea con la percezione che la maggiore stabilità dei mercati avesse in parte ridotto i rischi per la crescita economica, i prezzi dei derivati su tassi di interesse a breve termine hanno cominciato a riflettere le aspettative di tassi ufficiali superiori al previsto. Poiché si riteneva che le spinte sui prezzi a breve-medio termine si stessero intensificando, i crescenti segnali da parte delle banche centrali che l'inflazione continuava a rappresentare una fonte di preoccupazione hanno concorso alla revisione delle aspettative degli investitori circa l'evoluzione futura della politica monetaria. Nel caso degli Stati Uniti, a fine maggio i prezzi dei futures sui *federal fund* evidenziavano le attese di un

... e al mutare delle aspettative di politica monetaria

periodo di stabilità dei tassi, seguito da una fase di aumento nella prima metà del 2009 (grafico 7, diagramma di sinistra). Nell'area dell'euro i prezzi degli swap sull'EONIA, che agli inizi di marzo segnalavano le aspettative di riduzioni consistenti dei tassi di riferimento da parte della BCE, a fine maggio indicavano viceversa le attese di un aumento graduale degli stessi (grafico 7, diagramma centrale). Quanto al Giappone, le aspettative degli operatori si orientavano in marzo verso una lieve riduzione dei tassi ufficiali, mentre in maggio propendevano per un loro innalzamento (grafico 7, diagramma di destra).

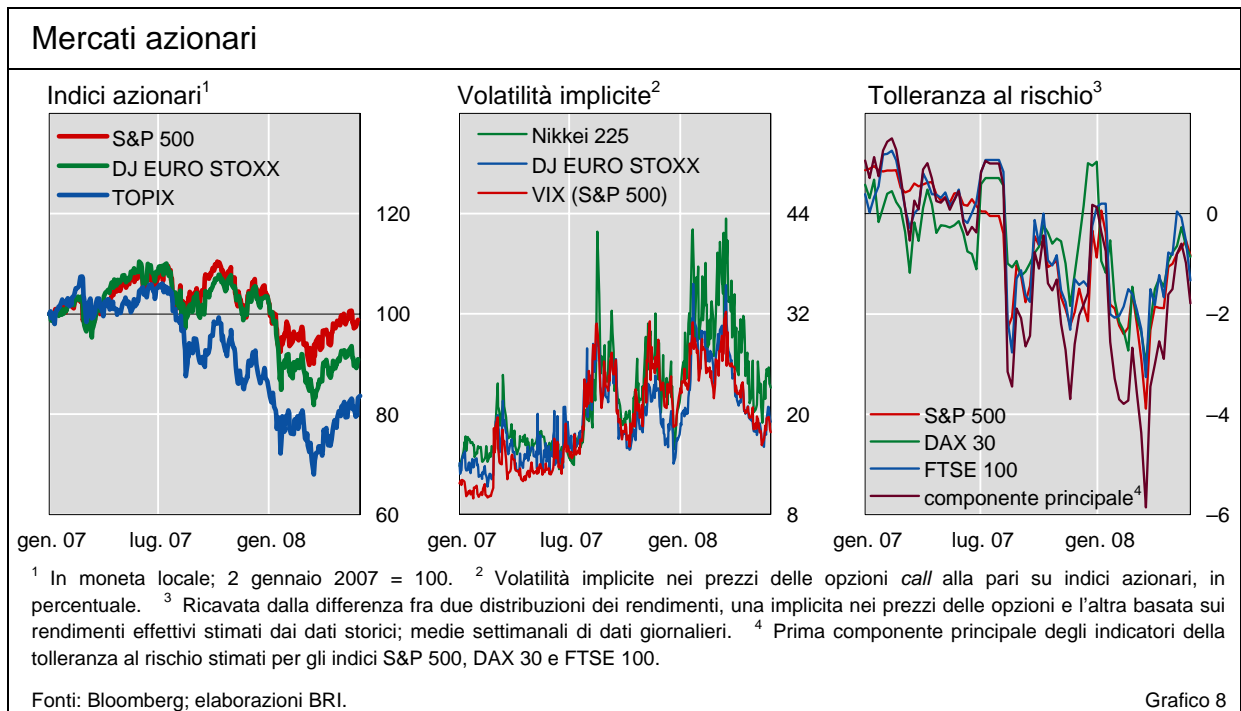
Possibile svolta dei corsi azionari

Gli andamenti dei mercati azionari mondiali durante il periodo in esame hanno in generale seguito quelli dei mercati creditizi e obbligazionari. Dopo essere calati dall'inizio dell'anno, i corsi delle azioni hanno toccato un punto di minimo intorno a metà marzo, risalendo poi gradualmente (grafico 8, diagramma di sinistra). A fine maggio l'indice S&P 500, che il 17 marzo risultava calato del 13% rispetto a fine 2007, aveva recuperato quasi il 10%. Anche i mercati azionari europei e giapponesi, che tra la fine dello scorso anno e il 17 marzo avevano subito perdite superiori al 20%, hanno successivamente segnato una formidabile ripresa: a fine maggio l'EURO STOXX aveva guadagnato l'11% e il Nikkei 225 oltre il 21%.

I mercati azionari mondiali recuperano ...

Rispecchiando la situazione più favorevole nei mercati dei capitali, i titoli del settore finanziario hanno evidenziato una performance migliore di quelli di altri settori. A fine maggio il sottoindice dell'S&P 500 relativo alle banche di investimento e alle società di intermediazione era salito del 16% rispetto a metà marzo, mentre sottoindici analoghi in Germania e Giappone erano aumentati rispettivamente di quasi il 20 e il 34%. Tali incrementi si sono verificati malgrado gli annunci da parte di varie banche di perdite record

... grazie ai titoli del settore finanziario ...



nel primo trimestre collegate alle continue cancellazioni di crediti. Gli investitori hanno evidentemente tratto conforto dal fatto che le perdite, per quanto ingenti, non superassero le attese e diverse banche fossero riuscite a ricapitalizzarsi (cfr. la sezione sui mercati creditizi).

... nonostante la crescita negativa degli utili ...

Nei primi tre mesi del 2008 la crescita dei profitti delle società statunitensi è stata negativa per il terzo trimestre consecutivo, ma il calo degli utili unitari (-16,4% su base ponderata per il numero di azioni) si è lievemente ridotto rispetto al trimestre precedente (-22,6%). Ciò, unitamente al fatto che la quota di sorprese positive concernenti gli utili sia rimasta ben superiore a quella di sorprese negative, ha in certa misura favorito i corsi azionari. Inoltre, vedendo che i timori di un drastico ridimensionamento della crescita economica nei primi mesi dell'anno non si materializzavano, gli investitori hanno cominciato a mostrare un crescente interesse per le valutazioni azionarie, che erano fortemente calate a cavallo tra il 2007 e il 2008.

... in presenza di una ripresa della propensione al rischio ...

Come in altri mercati, anche in quello azionario le robuste dinamiche dopo la metà di marzo hanno tratto ulteriore vigore dalla più diffusa percezione tra gli investitori di un lieve calo dell'incertezza circa gli sviluppi futuri, cui si è aggiunto un aumento della tolleranza al rischio. Ciò ha concorso a far salire le quotazioni azionarie, poiché ha abbassato i premi per il rischio mediante la riduzione sia del rischio percepito, sia del prezzo a esso assegnato. In linea con questa percezione di minore rischio, la volatilità implicita ha registrato una flessione generalizzata rispetto ai massimi di metà marzo (grafico 8, diagramma centrale). Nel contempo, gli indicatori della propensione al rischio sui mercati azionari sono tornati a salire dopo la netta flessione di marzo (grafico 8, diagramma di destra).

... e di un calo della volatilità implicita

Gli investitori dei mercati emergenti scontano i rischi per la crescita

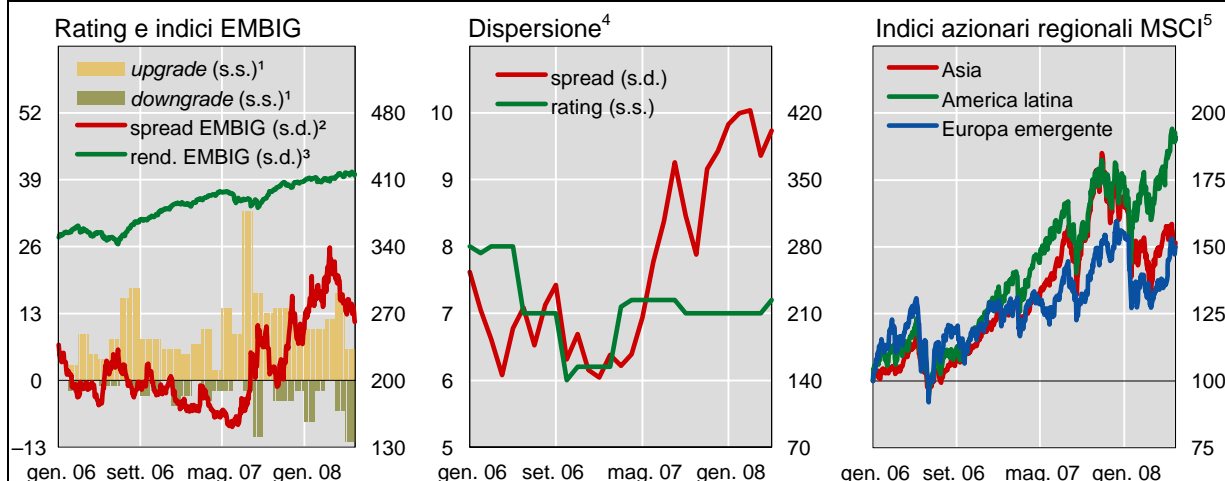
Le attività dei mercati emergenti ...

Nei paesi emergenti le attività hanno conseguito risultati sostanzialmente in linea con quelli delle principali economie industrializzate, anche se i rendimenti obbligazionari non hanno di norma tenuto il passo della ripresa segnata da altre categorie di strumenti. In una prosecuzione della fase di generale debolezza iniziata nel 2007, gli spread si sono ampliati e i corsi azionari sono scesi fino a metà marzo, per poi registrare un recupero nel contesto del mutato clima di fiducia che ha fatto seguito al salvataggio di Bear Stearns negli Stati Uniti.

... sono ancora sorrette dal vigore della crescita

Tra fine febbraio e fine maggio l'indice MSCI dei mercati emergenti ha guadagnato circa il 4% in termini di moneta locale, superando di oltre il 14% i minimi di metà marzo. L'incremento è stato massimo (12% circa) nei mercati latinoamericani, che nella parte iniziale del periodo avevano accusato un calo più modesto rispetto ad altre aree geografiche (grafico 9, diagramma di destra). La crescita economica dell'America latina ha continuato a beneficiare del vigore dei prezzi di importanti materie prime, quali i metalli di base e il petrolio, rimasti su livelli elevati anche di fronte alle attese di un rallentamento mondiale. Mentre alcuni osservatori hanno individuato fra i fattori all'origine del

Attività dei mercati emergenti



¹ Variazioni mensili dei rating sovrani in valuta estera e in moneta locale a lungo termine attribuiti da Fitch, Moody's e Standard & Poor's. ² Indice EMBI Global; spread sovrani rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato, in punti base. ³ Indice EMBI Global; rendimenti totali cumulati. ⁴ Differenza fra il 90° e il 10° percentile; per gli spread, in punti base; per i rating, in gradi (*notch*). Calcolata usando ponderazioni identiche. ⁵ In moneta locale; 31 dicembre 2005 = 100.

Fonti: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Standard & Poor's; elaborazioni BRI.

Grafico 9

suddetto vigore i consistenti volumi di scambi di derivati su merci (cfr. il capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale" in questa edizione della *Rassegna trimestrale*) e la domanda speculativa, altri hanno segnalato la bassa elasticità dell'offerta e le attese di un ritmo di industrializzazione sostenuto nell'insieme dei mercati emergenti. In Asia i mercati hanno sostanzialmente ristagnato nel periodo, vista la condizione di rilevante importatore netto di materie prime della regione e la moderazione dei corsi azionari cinesi a causa delle calamità naturali. Le economie emergenti europee sono invece rimaste esposte al rischio di un'inversione dei flussi di capitali privati, a causa degli ingenti disavanzi di parte corrente e del connesso fabbisogno di finanziamento in una serie di paesi. Ciò nondimeno, i forti guadagni in Russia e una crescita maggiore del previsto nelle principali economie europee nel primo trimestre avrebbero sorretto i mercati azionari in maggio.

Gli spread creditizi dei mercati emergenti, misurati in base all'indice EMBIG, sono scesi dal massimo di quasi 340 punti base di metà marzo a circa 261 punti a fine periodo, un livello approssimativamente inferiore di 44 punti base a quello di fine febbraio. L'ondata di vendite nel mercato dei titoli del Tesoro USA (cfr. la sezione sui mercati obbligazionari) è all'origine di gran parte di questa riduzione: di conseguenza, in termini di rendimenti l'EMBIG è rimasto quasi invariato, guadagnando l'1,1% circa tra fine febbraio e fine maggio (grafico 9, diagramma di sinistra). L'elevato ammontare delle riserve valutarie e i favorevoli andamenti macroeconomici nei principali paesi emergenti hanno continuato a fornire un sostegno al mercato, contribuendo alla sua ripresa. La dispersione degli spread è rimasta notevole, a indicare la persistenza di una differenziazione di prezzo fondata sulla qualità creditizia (grafico 10, diagramma centrale). Nel contempo, in presenza di tassi di

inflazione ben superiori ai livelli obiettivo in una serie di importanti economie emergenti, sono parsi crescere i timori per la credibilità della politica monetaria, che hanno esercitato pressioni sui mercati obbligazionari locali. L'effetto congiunto delle crescenti aspettative inflazionistiche, dell'aumento dei tassi sui titoli del Tesoro USA e della relativa tenuta dei mercati nelle prime fasi delle recenti turbolenze potrebbe pertanto avere contribuito a moderare lievemente la performance delle obbligazioni nei mercati emergenti rispetto a quella di altre classi di attività a partire da metà marzo.

Tensioni ancora elevate sui mercati interbancari

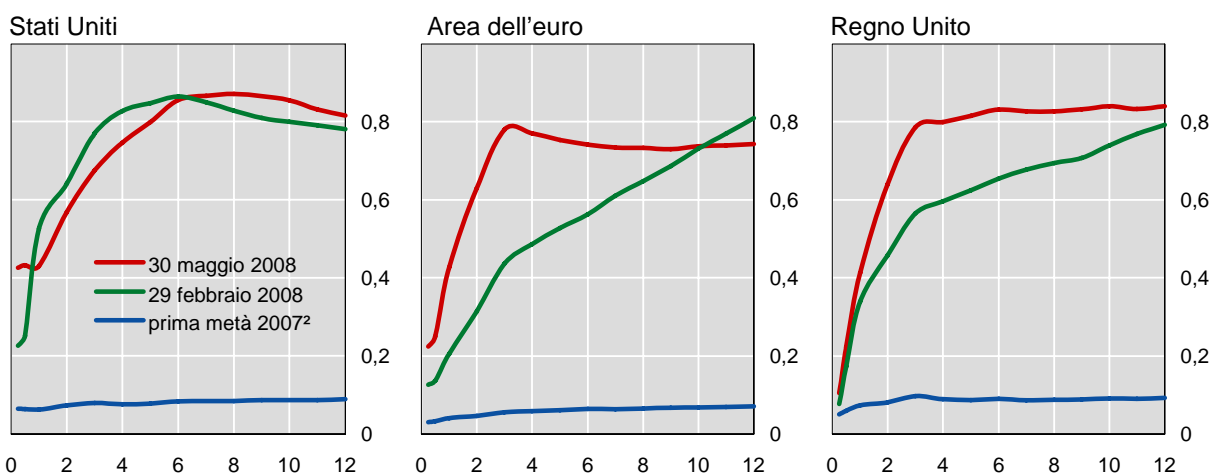
Scarsi segnali di un'attenuazione delle tensioni sul mercato interbancario ...

A differenza degli altri mercati, quelli monetari interbancari hanno continuato a evidenziare chiari segnali di fortissima tensione da marzo a maggio. Dati il rischio di credito di controparte e i timori concernenti la liquidità, a fine maggio i differenziali tra i tassi Libor e quelli comparabili degli *overnight index swap* (OIS) risultavano in generale pari o superiori a quelli di tre mesi prima per gran parte delle scadenze e in tutti e tre i mercati principali (grafico 10). Ciò fa ritenere che, secondo le attese degli operatori, le tensioni sul mercato interbancario erano probabilmente destinate a mantenersi gravi anche in futuro.

Dopo che il 2007 si era concluso in maniera relativamente ordinata, nel periodo fino ai primi di marzo le tensioni sono sembrate attenuarsi lievemente e gli spread Libor-OIS hanno mostrato qualche segnale di stabilizzazione. Tuttavia, nella seconda settimana di marzo l'improvviso aggravarsi delle turbolenze finanziarie dovuto all'accelerazione delle richieste di margini aggiuntivi e alla repentina chiusura delle posizioni aperte (cfr. la sezione sui mercati creditizi) ha rapidamente intensificato le pressioni sul mercato interbancario. Di fronte al diffondersi di voci incontrollate di problemi imminenti di liquidità presso una o più grandi banche di investimento, le istituzioni creditizie sono diventate sempre

Struttura per scadenze degli spread Libor-OIS¹

In percentuale



¹ Sull'asse delle ascisse è riportata la scadenza espressa in mesi. Tassi OIS: per l'area dell'euro, EONIA; per il Regno Unito, SONIA. ² Spread medio nella prima metà del 2007.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 10

Misure di liquidità adottate dalle banche centrali nel periodo in rassegna	
7 marzo	La Federal Reserve incrementa a \$100 miliardi le dimensioni della Term Auction Facility (TAF) ed estende a un mese la scadenza delle sue operazioni pronti contro termine.
11 marzo	La Federal Reserve introduce la Term Securities Lending Facility (TSLF), che consente ai <i>primary dealer</i> di mutuare fino a \$200 miliardi di titoli del Tesoro a fronte di garanzie. Gli accordi di swap in dollari tra la Federal Reserve da un lato e la BCE e la Banca nazionale svizzera dall'altro sono aumentati da \$24 a 36 miliardi.
16 marzo	La Federal Reserve introduce la Primary Dealer Credit Facility (PDCF), che consente ai <i>primary dealer</i> di ottenere prestiti <i>overnight</i> a fronte di garanzie. La Federal Reserve riduce inoltre da 50 a 25 punti base il differenziale tra il tasso di sconto e quello sui <i>federal fund</i> , e allunga da 30 a 90 giorni la scadenza massima delle relative operazioni.
28 marzo	La BCE annuncia che la scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) sarà estesa da tre a sei mesi.
21 aprile	La Bank of England introduce lo Special Liquidity Scheme, che permette alle banche di scambiare attività illiquide contro buoni del Tesoro.
2 maggio	La Federal Reserve porta a \$150 miliardi il valore del programma TAF e annuncia un'estensione della gamma di attività stanziabili nelle aste TSLF. Gli accordi di swap contro dollari con la BCE e la Banca nazionale svizzera sono ulteriormente ampliati, da \$36 a 62 miliardi.
Fonte: comunicati stampa delle banche centrali.	
Tabella 1	

più restie a concedere prestiti sul mercato interbancario. Nel contempo, la loro domanda di fondi è balzata verso l'alto nel momento in cui hanno cercato di non dare l'impressione di essere alle prese con una carenza di liquidità.

Il quasi tracollo di Bear Stearns e la sua successiva acquisizione tra il 14 e il 18 marzo evidenziano i rischi cui sono esposte le banche in siffatte situazioni. Da un lato, l'acquisizione da parte di JPMorgan, agevolata dalla Federal Reserve, è stata generalmente interpretata dagli investitori come un segnale del fatto che non si sarebbe lasciato che le grandi banche fallissero, il che ha contribuito a riportare ordine su altri mercati. Dall'altro lato, la rapidità con cui Bear Stearns ha perso l'accesso alla liquidità ha messo in luce la potenziale vulnerabilità di altre banche a questo riguardo, mantenendo gli spread Libor-OIS elevati nonostante il calo significativo dei differenziali dei CDS su titoli di banche e società di intermediazione.

Per l'intero periodo le banche centrali hanno proseguito e persino intensificato gli sforzi intesi ad alleviare le tensioni sui mercati interbancari. Tra i provvedimenti adottati figurano il potenziamento delle linee di liquidità, l'allungamento delle scadenze dei prestiti e l'estensione della gamma di attività stanziabili (tabella 1). Nondimeno, l'intensa attività delle banche centrali sembra aver avuto un impatto immediato ridotto sui tassi interbancari. Questo si deve forse in qualche misura al fatto che, per quanto ingenti in termini assoluti, gli importi previsti dagli schemi a supporto della liquidità risultavano ancora piuttosto bassi rispetto al fabbisogno complessivo di liquidità percepito dalle banche nel contesto della brusca contrazione delle fonti di finanziamento tradizionali. Un'importante fonte di finanziamento a breve termine per le banche erano stati i fondi comuni del mercato monetario. Dall'inizio delle turbolenze finanziarie questi ultimi hanno registrato afflussi cospicui (grafico 11, diagramma di sinistra), che hanno rispecchiato il sensibile calo

... nonostante l'acquisizione di Bear Stearns ...

... e i continui interventi delle banche centrali ...

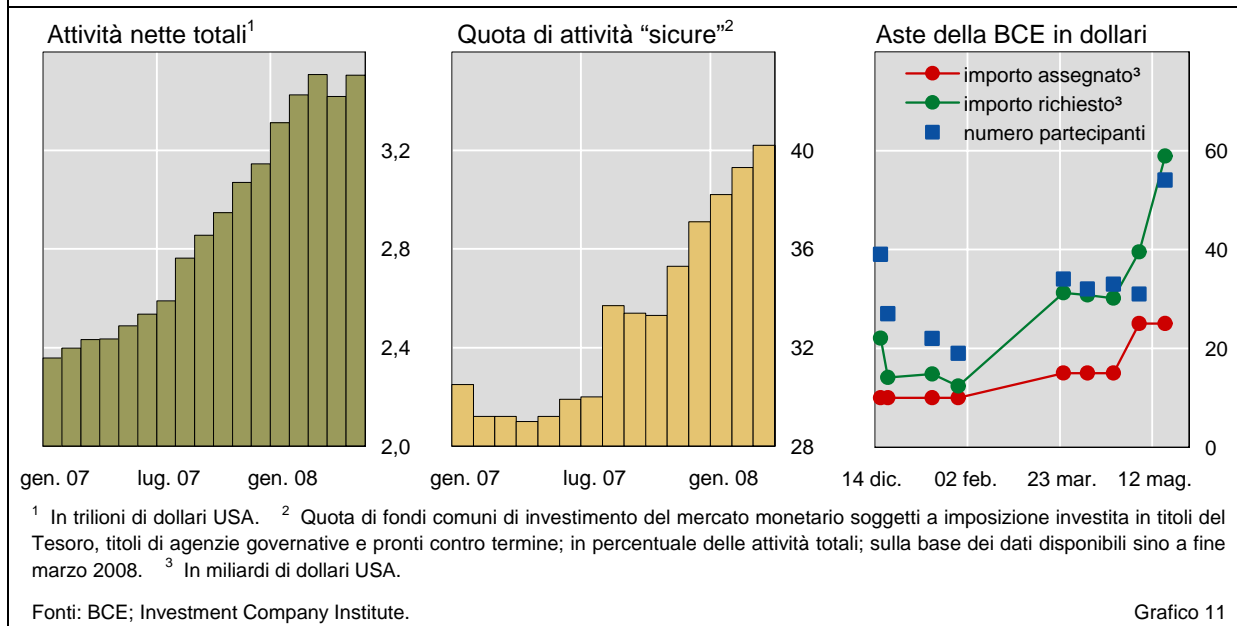
della propensione al rischio degli investitori. Tuttavia, lo stesso calo ha indotto anche i fondi del mercato monetario a indirizzare progressivamente i propri investimenti verso i buoni del Tesoro e altri titoli a breve sicuri, privando quindi le banche di un'importante fonte di raccolta (grafico 11, diagramma centrale). Ciò sta a indicare che il grado di persistenza delle tensioni sul mercato interbancario potrà dipendere in misura significativa anche da quanto durerà la fase di bassa propensione al rischio dei gestori di fondi comuni e, più in generale, degli investitori.

... mentre i fondi del mercato monetario si orientano progressivamente verso investimenti più sicuri

Una delle caratteristiche delle tensioni in atto nel mercato interbancario è stata ancora la difficoltà delle banche europee a finanziarsi in dollari USA. Le aste in dollari a 28 giorni condotte dalla BCE indicano in effetti che la domanda di finanziamenti in tale divisa è addirittura ulteriormente aumentata nel periodo recente. Il 20 maggio sia l'ammontare richiesto (\$58,9 miliardi) sia il numero di partecipanti (54) hanno raggiunto il livello massimo dall'introduzione di questo tipo di aste a dicembre 2007 (grafico 11, diagramma di destra). La domanda persistentemente elevata di dollari sembra in certa misura connessa con l'esigenza delle banche europee di rifinanziare frequentemente i prestiti interbancari a breve in tale divisa, utilizzati per finanziare gli investimenti a più lungo termine in dollari in soggetti non bancari (cfr. l'articolo di McGuire e Von Peter in questa edizione della *Rassegna trimestrale*).

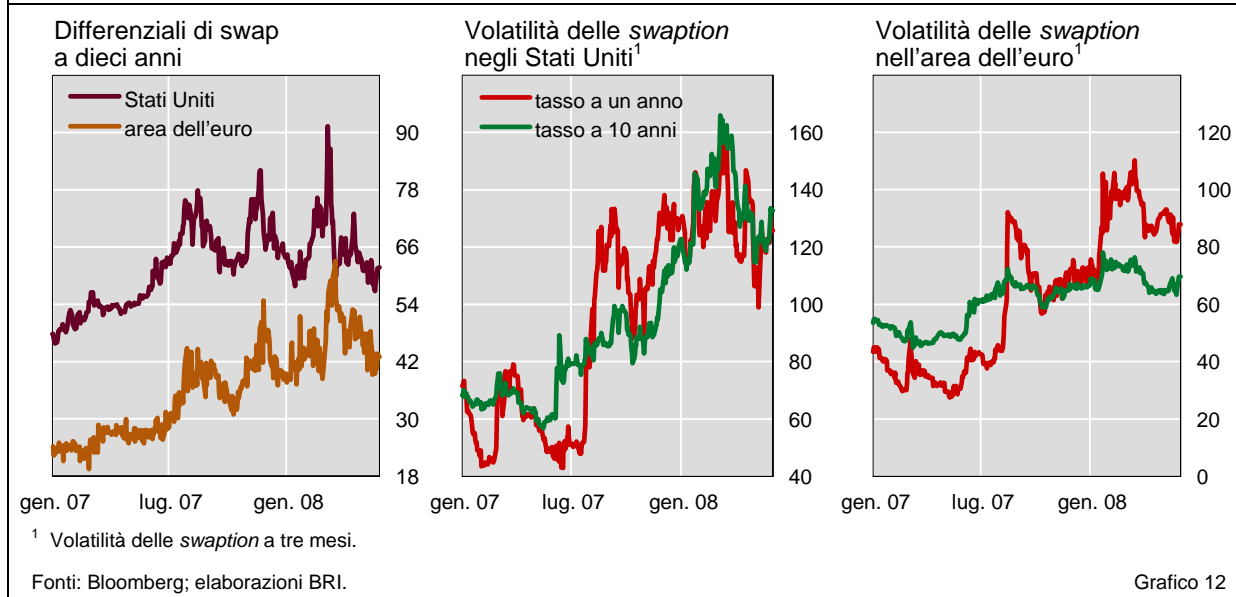
Le tensioni nei mercati interbancari sono state acuite dalle crescenti perplessità degli operatori circa l'attendibilità del meccanismo di calcolo del Libor, soprattutto per i prestiti in dollari USA. È stato avanzato il sospetto che talune delle banche che quotano il Libor avessero segnalato tassi inferiori ai loro costi effettivi di raccolta, secondo alcuni nel tentativo di nascondere la loro reale domanda di finanziamenti in dollari e apparire così meno vulnerabili.

Fondi del mercato monetario USA e aste della BCE per l'immissione di liquidità in dollari



Tassi di swap e volatilità delle *swaption*

In punti base



Allorché i mezzi di informazione si sono occupati della questione e la British Bankers' Association ha iniziato a indagare a metà aprile, i tassi Libor del dollaro hanno registrato una repentina correzione al rialzo di 15-40 punti base.

Oltre a quelli monetari interbancari, anche altri mercati sono parsi evidenziare una perdurante fragilità. I differenziali di swap, sebbene inferiori ai precedenti massimi, sono ad esempio rimasti più elevati che nella fase antecedente l'inizio delle turbolenze (grafico 12, diagramma di sinistra), forse di riflesso alle persistenti tensioni sui mercati interbancari. Analogamente, a fine maggio la volatilità dei contratti di *swaption* era scesa in misura solo modesta dai massimi precedenti, a indicare la perdurante incertezza circa i movimenti futuri dei tassi di interesse sia a breve sia a lungo termine (grafico 12, riquadri centrale e di destra).