

## Quadro generale degli sviluppi: correzione dei mercati di fronte al rallentamento ciclico

Tra fine maggio e gli ultimi giorni di agosto 2008 ha avuto luogo una correzione nei mercati finanziari mondiali indotta dai crescenti indizi di un diffuso deterioramento congiunturale. Mentre tali mercati continuavano a evidenziare segnali di fragilità, i timori per le prospettive economiche e le connesse incertezze hanno acquisito maggiore preminenza, andando a incidere sulle valutazioni di varie categorie di attività.

I mercati creditizi sono stati oggetto di rinnovate pressioni e gli spread si sono ampliati riflettendo le implicazioni della correzione ciclica in atto per le aspettative di perdita e i bilanci delle società del settore finanziario. Ciò è avvenuto nonostante l'arretramento dei prezzi del petrolio e delle materie prime, l'intervento dell'amministrazione americana a sostegno del mercato immobiliare nazionale e le nuove misure di ricapitalizzazione adottate dalle banche e da altre società finanziarie. Preoccupazioni analoghe hanno gravato sui mercati azionari, dove le valutazioni sono state riviste alla luce dei deludenti dati sugli utili, compresi quelli del settore finanziario e di altri settori congiunturali. In tale contesto, nei mercati monetari interbancari hanno continuato a permanere pressioni che hanno indotto le banche centrali a prendere ulteriori provvedimenti per accrescere l'efficacia dei rispettivi meccanismi di offerta di liquidità.

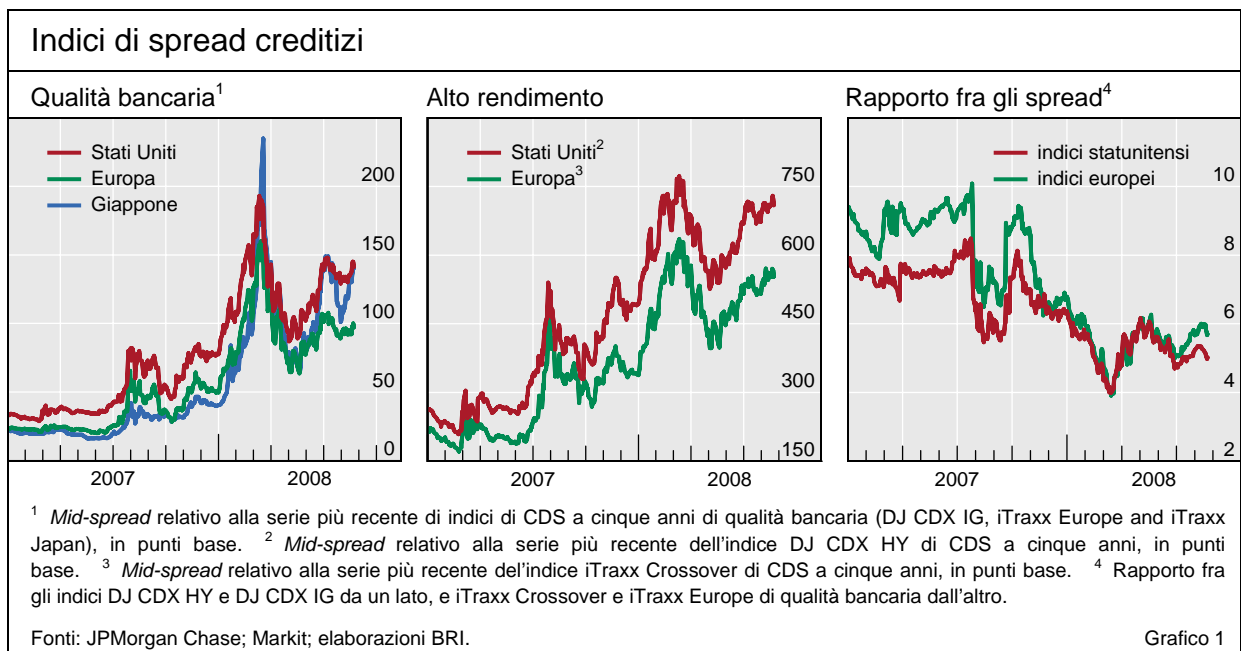
Allorché le aspettative di mercato circa il livello dei prezzi e la politica monetaria si modificavano sullo sfondo delle variazioni dei corsi del petrolio e delle materie prime, i rendimenti dei titoli del Tesoro si sono mossi incorporando le prospettive di una minore crescita nel breve periodo e la possibilità di una maggiore inflazione sugli orizzonti più lunghi. I timori per le spinte inflazionistiche e per il deterioramento delle condizioni di finanziamento esterno hanno pesato anche sulle attività dei mercati emergenti, che in seguito sono parse tuttavia beneficiare temporaneamente dei ribassi del greggio e dei prodotti di base. Di fronte alla crescente consapevolezza di un indebolimento delle condizioni macroeconomiche, infatti, le quotazioni azionarie sono scese e gli spread dei mercati emergenti sono aumentati, seppur in misura diversa a seconda dei paesi e delle regioni.

## I mercati creditizi scontano il deterioramento congiunturale

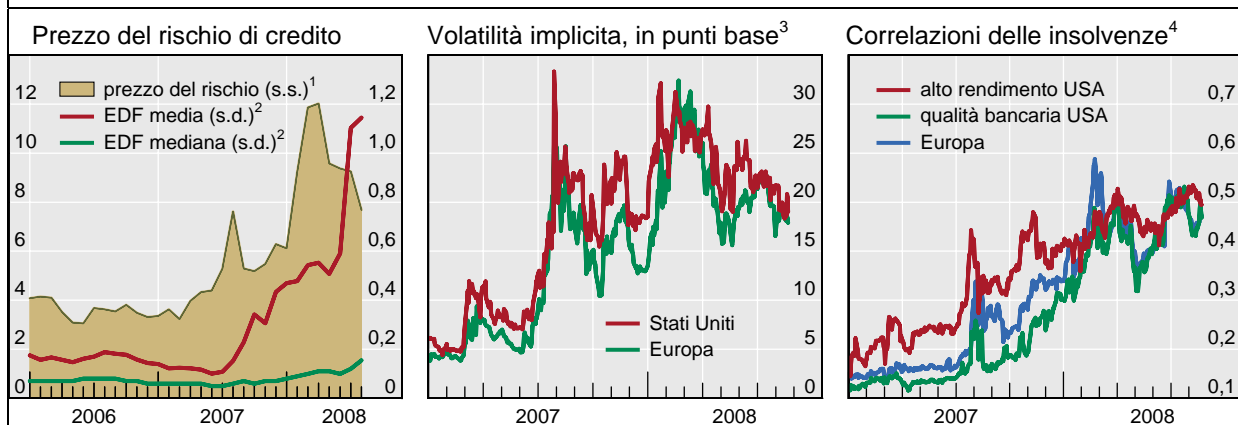
Dopo un periodo di generale miglioramento delle condizioni sui mercati del credito a seguito dell'intervento pubblico per facilitare l'acquisizione di Bear Stearns a metà marzo, a partire da fine maggio gli spread creditizi sono stati oggetto di rinnovate spinte verso l'alto. I mercati hanno cercato di valutare le implicazioni degli andamenti congiunturali per la qualità del credito e l'attenzione, precedentemente rivolta in via quasi esclusiva allo stato di salute del settore finanziario, si è spostata in misura crescente verso le prospettive macroeconomiche più in generale. Il nuovo contesto di maggiore inflazione e minore crescita, in special modo, faceva sembrare probabile un'erosione degli utili societari e del merito del credito provocata sia dal costo degli input sia da fattori dal lato della domanda. I mercati creditizi sono quindi parsi anticipare un graduale aumento dei tassi di insolvenza e una connessa crescita delle perdite nel settore finanziario, senza tuttavia dar nuovamente luogo all'attività di disordinato smobilizzo delle esposizioni già osservata durante l'anno.

Su questo sfondo, tra fine maggio e il 22 agosto gli indici di *credit default swap* (CDS) di riferimento hanno registrato un generale aumento degli spread, che si è fatto tuttavia meno pronunciato da metà luglio. L'ampliamento dei differenziali è intervenuto sulla scia dei rinnovati timori per le svalutazioni nel settore finanziario e la debolezza dei mercati azionari, mentre il clima di mercato è migliorato grazie al calo dei corsi petroliferi e alle misure di appoggio adottate dalle autorità pubbliche statunitensi a favore di due agenzie di emanazione governativa per il credito immobiliare. A conclusione del periodo in rassegna, agli ultimi di agosto, lo spread relativo all'indice CDX statunitense a cinque anni ad alto rendimento risultava complessivamente cresciuto di quasi 136 punti base (a poco meno di 709) e i corrispondenti spread nel comparto di qualità bancaria (*investment grade*) di 39 punti base (a circa 141). Gli indici di CDS europei e giapponesi hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento degli analoghi indici statunitensi, facendo registrare nel comparto *investment*

Gli spread creditizi tornano ad ampliarsi ...



## Prezzo del rischio, volatilità implicite e correlazioni delle insolvenze



<sup>1</sup> Rapporto fra le probabilità di insolvenza in ipotesi di neutralità al rischio e quelle empiriche. Queste ultime si basano sui dati EDF di Moody's KMV. Le stime delle probabilità neutrali al rischio sono desunte da spread di CDS (con clausola di ristrutturazione modificata) in dollari USA e da stime del tasso di recupero. Viene riportato il valore della mediana di un ampio campione di entità con rating BBB o inferiore. <sup>2</sup> In percentuale. <sup>3</sup> Variazioni assolute giornaliere implicite degli spread; calcolata a partire dalle volatilità implicite desunte da opzioni da uno a quattro mesi alla pari e dagli spread osservati degli indici (CDX High Yield; iTraxx Crossover), in punti base. <sup>4</sup> Correlazioni di insolvenza implicite ricavate dai prezzi delle tranche di perdita con grado di prelazione inferiore degli indici DJ CDX HY, DJ CDX IG e iTraxx IG.

Fonti: JPMorgan Chase; Markit; Moody's KMV; elaborazioni BRI.

Grafico 2

*grade* un aumento degli spread pari rispettivamente a circa 19 e 58 punti base. L'indice europeo iTraxx Crossover a cinque anni è a sua volta salito di 106 punti base, a quota 553 (grafico 1).

... a seguito del declassamento di compagnie di assicurazione *monoline* ...

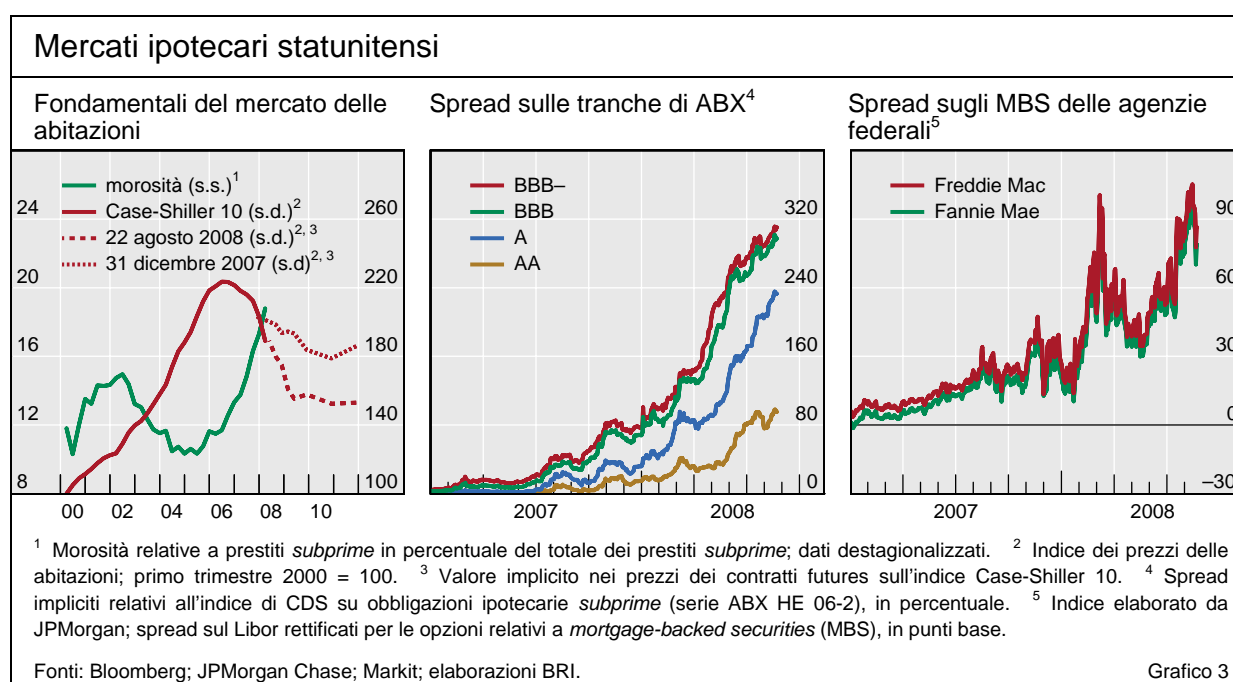
Le inquietudini che già si erano manifestate per i bilanci delle imprese nel settore finanziario sono riemerse agli inizi di giugno, a seguito delle azioni negative adottate dalle agenzie di rating nei confronti di importanti compagnie di assicurazione *monoline* e del deterioramento delle prospettive per gli utili delle società finanziarie. Il 4 giugno Moody's ha deciso di porre sotto osservazione le società MBIA e Ambac in vista di un loro possibile declassamento e l'indomani Standard & Poor's ha abbassato da AAA ad AA il rating attribuito alle medesime società. Nella parte successiva del mese sono intervenuti ulteriori declassamenti di compagnie di assicurazione dei comparti *monoline* e dei mutui ipotecari, che hanno riacceso i timori per le possibili perdite da valutazione sui titoli assicurati da tali compagnie e per la connessa dismissione di attività. A metà giugno i deludenti annunci sugli utili di importanti banche di investimento hanno reso il quadro ancora più fosco, ricordando agli operatori che la correzione ciclica collegata alla crisi finanziaria non aveva ancora esaurito il suo corso. Ne è conseguita una generale rivalutazione del rischio di credito che in giugno, in parte per effetto dell'ampliamento degli spread nel settore finanziario, ha colpito più duramente il comparto *investment grade* di quello del debito di qualità inferiore (grafico 1, diagramma di destra).

Nonostante ciò, i cinque indici creditizi principali sono rimasti ben al di sotto dei massimi storici di marzo, a indicare che le preoccupazioni per il rischio sistemico non erano tornate sui livelli precedenti. Segnali analoghi sono provenuti dalla ripresa dei mercati internazionali dei titoli di debito, dove le emissioni lorde delle istituzioni finanziarie e di altri soggetti con elevato merito di credito hanno registrato un balzo di circa \$370 miliardi nel secondo trimestre (per ulteriori dettagli, cfr. il capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e

finanziaria internazionale” in questo numero della *Rassegna trimestrale BRI*). Anche la tolleranza al rischio è risalita rispetto ai bassi valori toccati nella parte precedente dell’anno, come evidenziato dal prezzo del rischio di credito ricavato dalle probabilità di insolvenza empiriche e da quelle implicite negli spread creditizi per i mutuatari di qualità inferiore (grafico 2, diagramma di sinistra). Ciò detto, i premi per il rischio sono rimasti alti, conformemente con le volatilità implicite nelle opzioni su indici di CDS, che si sono mantenute su livelli superiori a quelli precedenti lo scoppio della crisi finanziaria a metà 2007 (grafico 2, diagramma centrale). Nel contempo, le correlazioni di insolvenza implicite nelle tranche di indici sono rimaste elevate sia negli Stati Uniti sia in Europa, a indicare che gli investitori attribuivano un peso relativamente consistente ai fattori di rischio ciclici piuttosto che a quelli specifici a singole imprese (grafico 2, diagramma di destra). Le dinamiche osservate hanno pertanto continuato a essere in linea con le aspettative di un aumento ciclico dei tassi di insolvenza.

... e delle attese di un aumento ciclico dei tassi di insolvenza

Le attese di andamenti congiunturali negativi sono state alimentate dalla protratta debolezza dei mercati delle abitazioni. Negli Stati Uniti i casi di morosità e pignoramento relativi a mutui ipotecari sono ulteriormente aumentati, e in base alle proiezioni il calo dei prezzi degli immobili residenziali sarebbe proseguito per vario tempo (grafico 3, diagramma di sinistra). Anche nelle principali economie europee i prezzi delle abitazioni hanno dato segnali di cedimento, mentre in Giappone i fallimenti nel settore immobiliare e in quello dell’edilizia hanno esercitato pressioni sugli spread creditizi. La generale debolezza del mercato delle abitazioni ha a sua volta comportato ulteriori minusvalenze sui titoli assistiti da garanzia ipotecaria (*mortgage-backed securities*, MBS), compreso nel segmento dei mutui *subprime* statunitensi, dove in giugno e luglio i principali indici riferiti ai prestiti accesi nel 2006 hanno risentito per la prima volta della svalutazione in linea capitale degli strumenti sottostanti (grafico 3, diagramma centrale; per maggiori informazioni su questi

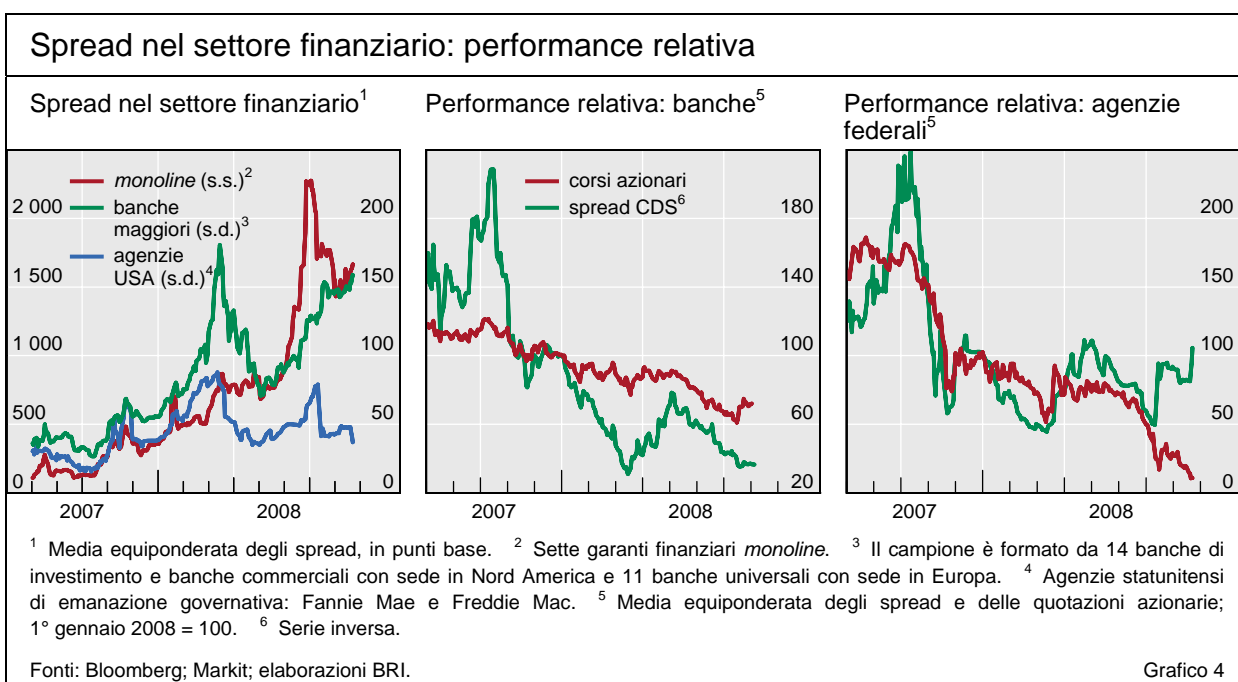


strumenti, cfr. l'articolo "The ABX: how do the markets price subprime mortgage risk?" in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Di fronte all'accentuarsi del deterioramento del mercato ipotecario, l'incertezza circa le perdite future e il connesso fabbisogno di capitale ha fatto dubitare della capacità delle banche di ottenere nuovi conferimenti in aggiunta ai \$352 miliardi già raccolti dall'inizio della crisi. Preoccupazioni analoghe hanno riguardato anche due importanti agenzie statunitensi per il credito immobiliare, nonostante l'autorità di regolamentazione competente avesse dichiarato che la loro dotazione patrimoniale restava adeguata. Di conseguenza, a fine giugno gli spread creditizi sul debito di tali agenzie (grafico 4, diagramma di sinistra) e sugli MBS da esse sottoscritti erano tornati su livelli non più osservati da marzo (grafico 3, diagramma di destra).

Il clima di fiducia  
migliora in luglio ...

Il clima di fiducia è lievemente migliorato in luglio e l'ampliamento degli spread creditizi si è in parte riassorbito, specie nel segmento di qualità bancaria. La causa immediata di questa correzione va ricercata nella moderazione dei corsi petroliferi rispetto al massimo del 3 luglio, unitamente ai risultati migliori del previsto conseguiti da diverse società statunitensi agli inizi del periodo di segnalazione degli utili e agli interventi pubblici a sostegno del mercato statunitense delle abitazioni. Gli spread delle agenzie di credito ipotecario erano aumentati ulteriormente ai primi di luglio e le loro quotazioni azionarie erano crollate dopo il fine settimana del 4 luglio (cfr. la successiva sezione sui mercati azionari). Dal momento che la fiducia nella sostenibilità futura delle agenzie di emanazione governativa si stava deteriorando e che gran parte dell'attività residua di concessione di prestiti ipotecari dipendeva dalle cartolarizzazioni da queste effettuate, le autorità sono intervenute presentando domenica 13 luglio un piano di sostegno. L'iniziativa proposta, e rapidamente attuata, conferiva al Tesoro USA la facoltà di potenziare la linea di credito esistente a favore delle agenzie ipotecarie e di acquistare

...sorretto dalle  
misure di appoggio  
alle agenzie USA di  
credito ipotecario



partecipazioni azionarie al capitale di queste ultime. In appoggio, il Federal Reserve Board ha temporaneamente autorizzato la Federal Reserve Bank di New York a concedere – ove necessario – credito alle agenzie.

Gli spread creditizi si sono ampliati nei giorni successivi, riflettendo in parte l'acquisizione di un'importante società di prestiti ipotecari californiana a opera della Federal Deposit Insurance Corporation statunitense, ma sono poi diminuiti nel resto del mese (grafico 1). L'inversione di tendenza è intervenuta sulla scia del successo di un'emissione da \$3 miliardi di titoli di debito perfezionata da una delle agenzie ipotecarie il 17 luglio. Anche le valutazioni del debito delle agenzie si sono riprese rispetto ai minimi di metà luglio e nella loro risalita hanno sopravanzato i corrispondenti titoli azionari, apparentemente poiché i mercati ritenevano che le misure di sostegno proposte fossero perlopiù finalizzate a tutelare gli obbligazionisti. Ciò contrasta con quanto osservato per altre importanti istituzioni finanziarie, i cui spread creditizi hanno evidenziato un andamento relativamente sfavorevole rispetto ai corsi azionari (grafico 4, diagrammi centrale e di destra). Quanto agli spread sugli MBS delle agenzie, essi sono calati in misura minore e notevolmente più tardi di quelli delle agenzie stesse, segnalando che la domanda di prodotti ipotecari statunitensi da parte degli investitori istituzionali ed esteri era ancora carente (grafico 3, diagramma di destra).

Alla fine del periodo in esame, nell'ultima parte di agosto, gli spread creditizi si sono mossi nuovamente al rialzo. L'annuncio effettuato da un'importante banca statunitense il 28 luglio a fine giornata di un'ulteriore minusvalenza di \$4,4 miliardi realizzata con la cessione di *collateralised debt obligation* e le notizie di perdite trimestrali superiori al previsto sia per le due grandi agenzie statunitensi di credito ipotecario sia per importanti compagnie di assicurazione in agosto sono serviti da memento per ricordare che con tutta probabilità i timori per la qualità degli attivi erano destinati a perdurare. Nonostante i \$503 miliardi di attivi complessivamente già svalutati dalle banche e dalle società di intermediazione a partire dagli inizi della crisi creditizia nel 2007, si riteneva quindi probabile che i mesi a venire avrebbero riservato ulteriori svalutazioni e cessioni di attività, le quali avrebbero esacerbato i vincoli patrimoniali esistenti e il connesso fabbisogno di finanziamento. Tali andamenti indicavano a loro volta che l'effetto congiunto delle condizioni di finanziamento più tese e dei minori utili societari avrebbe continuato a gravare sul merito di credito e sul livello relativo delle valutazioni nei diversi segmenti di mercato.

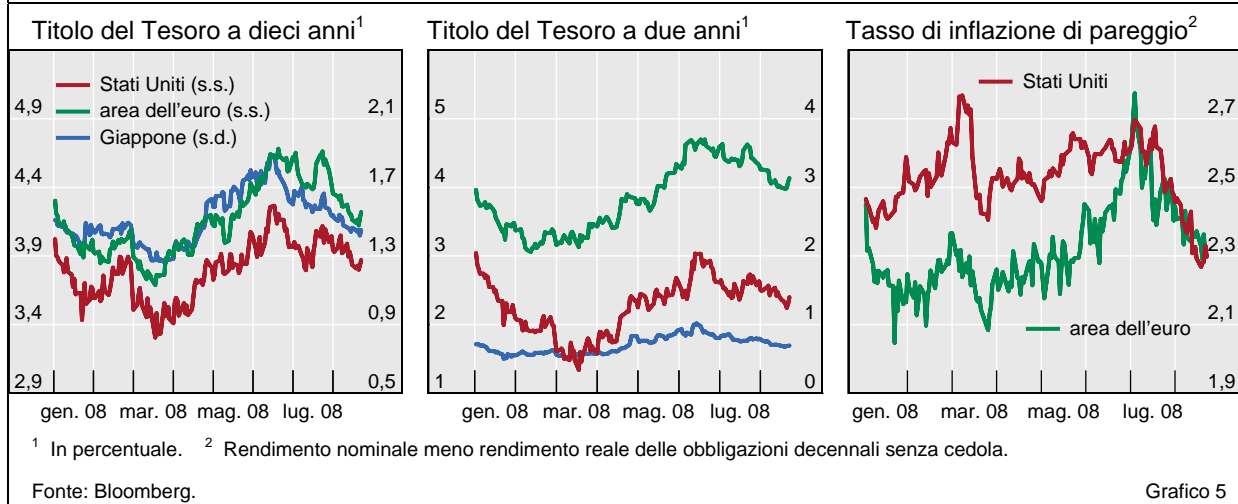
I timori per la qualità del credito sono destinati a persistere

## I mercati obbligazionari riflettono le mutevoli prospettive di crescita e di inflazione

Nel periodo in rassegna i rendimenti dei titoli di Stato delle maggiori economie avanzate sono diminuiti, riflettendo un peggioramento delle aspettative di crescita e un miglioramento delle prospettive di inflazione a breve termine. Il 22 agosto 2008 il tasso sulle obbligazioni del Tesoro statunitense a dieci anni era pari al 3,87%, in calo di circa 20 punti base rispetto a fine maggio. Nello stesso periodo nell'area dell'euro e in Giappone i rendimenti decennali sono

Calano i rendimenti dei titoli di Stato ...

## Rendimenti dei titoli del Tesoro e tassi di inflazione di pareggio



scesi rispettivamente di circa 20 e 30 punti base, al 4,22 e 1,45% (grafico 5, diagramma di sinistra). Anche i tassi a due anni hanno segnato un ribasso, attestandosi al 2,40% negli Stati Uniti, al 4,13% nell'area dell'euro e allo 0,69% in Giappone, con una flessione di circa 20 punti base rispetto ai livelli di fine maggio in tutte e tre le regioni (grafico 5, diagramma centrale).

... di riflesso alla minore crescita attesa ...

La diminuzione dei rendimenti nominali è parzialmente ascrivibile alle mutate aspettative di crescita. I tre mercati principali hanno registrato un calo dei tassi a lungo termine tra metà giugno e metà luglio a causa delle preoccupazioni relative alle agenzie statunitensi di credito ipotecario. Nonostante il modesto recupero dei rendimenti da metà luglio, coinciso con le misure adottate dalle autorità americane per sostenere tali agenzie, a fine luglio e ad agosto i tassi sono tornati a flettere, in gran parte per effetto delle revisioni al ribasso di indicatori economici diffusi in precedenza, nonché della pubblicazione di nuovi dati sorprendentemente deludenti.

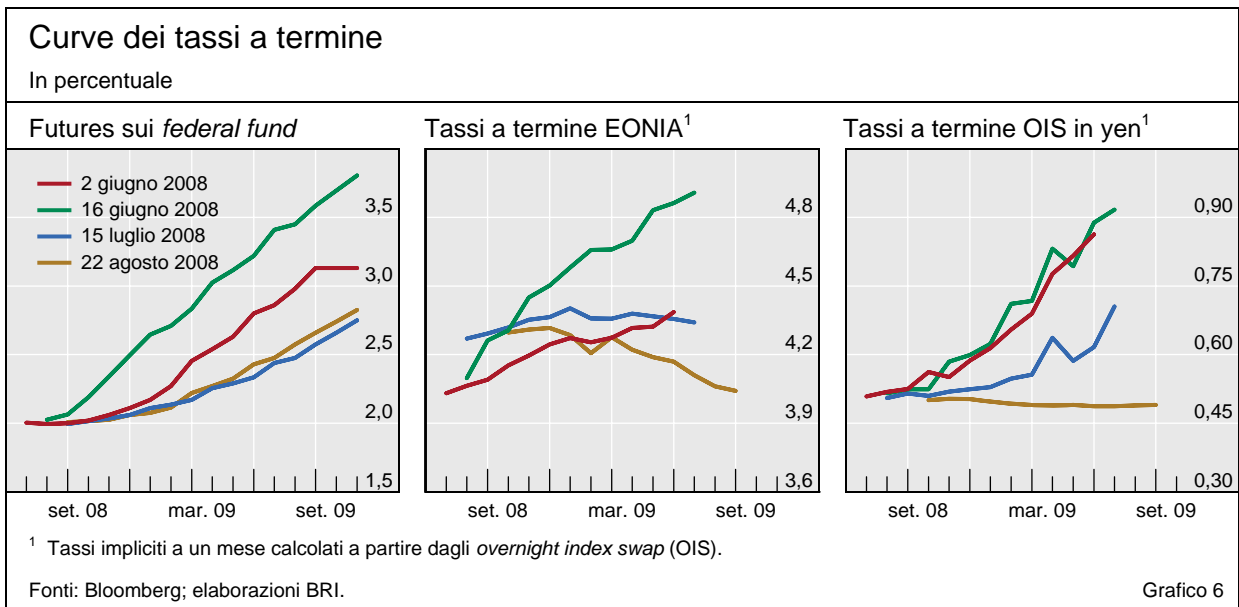
... e alle risposte previste delle autorità monetarie

A fronte di questi sviluppi, le aspettative circa l'andamento dei tassi ufficiali a breve termine sono state riviste al ribasso. Verso la fine di agosto negli Stati Uniti le quotazioni dei futures sui *federal fund* indicavano l'attesa di un netto ridimensionamento del profilo ascendente dei tassi rispetto ad alcuni mesi prima (grafico 6, diagramma di sinistra). Nell'area dell'euro, mentre a metà giugno i prezzi degli swap sull'EONIA avevano segnalato aspettative di innalzamenti dei tassi di riferimento da parte della BCE nei successivi 12 mesi, ad agosto i mercati anticipavano un futuro abbassamento di tali tassi (grafico 6, diagramma centrale). In Giappone le attese per il 2009 sono passate da un rialzo dei tassi ufficiali al loro mantenimento sul livello attuale (grafico 6, diagramma di destra).

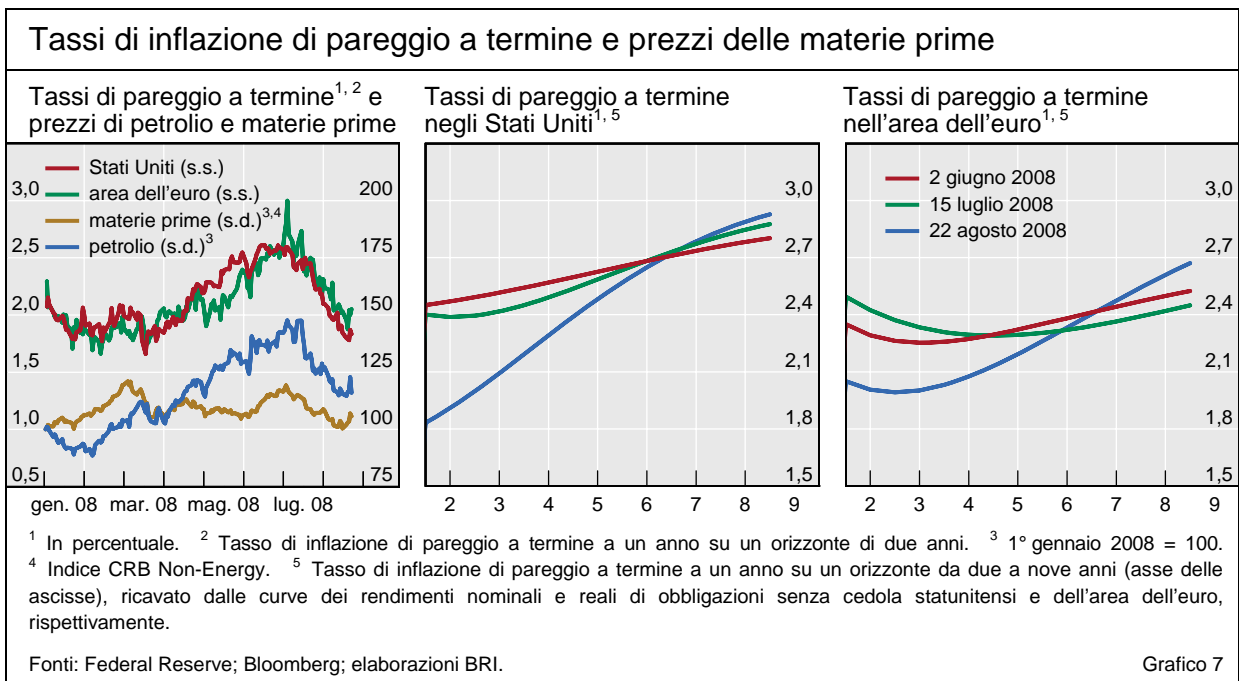
Scendono anche i tassi di inflazione di pareggio ...

Le aspettative di inflazione di mercato si sono ridimensionate nel periodo in rassegna, almeno stando alle indicazioni dei tassi di inflazione di pareggio, dati dalla differenza tra i rendimenti dei titoli nominali e quelli dei titoli indicizzati<sup>1</sup>. Il 22 agosto i tassi di inflazione di pareggio desunti dai rendimenti

<sup>1</sup> I tassi di pareggio riflettono non solo le aspettative di inflazione, ma anche i premi di rischio che compensano gli investitori per il rischio di inflazione assunto; per una trattazione più



dei titoli decennali erano pari al 2,30% sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, un livello inferiore rispettivamente di circa 15 e 35 punti base a quello di fine maggio (grafico 5, diagramma di destra). La flessione è stata maggiore nei segmenti a più breve termine della curva dei rendimenti: ad esempio, il tasso di pareggio a termine a un anno sull'orizzonte di due anni è sceso di quasi 70 punti base negli Stati Uniti dalla fine di maggio; il corrispondente tasso di pareggio nell'area dell'euro è diminuito di 35 punti base (grafico 7, diagramma di sinistra). Il calo ha coinciso con il ribasso dei prezzi del petrolio e di altre materie prime rispetto ai livelli molto elevati di inizio luglio, il quale sembra aver attenuato i timori di pressioni inflazionistiche a breve (grafico 7, diagramma di destra).



approfondita si veda l'articolo "The inflation risk premium in the term structure of interest rates", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.



... nonostante il persistere dei timori di inflazione a più lungo termine

Su orizzonti più lunghi i tassi di pareggio a termine delineavano invece un quadro assai diverso. Tra gli inizi di giugno e gli ultimi giorni di agosto i saggi di inflazione di pareggio a termine su orizzonti superiori a sei anni sono aumentati sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (grafico 7, diagrammi centrale e di destra). Il persistere di timori inflazionistici nel più lungo periodo risultava coerente con il fatto che gli investitori scontassero la possibilità che le principali banche centrali potessero essere costrette a mantenere un orientamento monetario più accomodante del consueto al fine di contenere i rischi per la crescita economica in un contesto di tensione sui mercati finanziari.

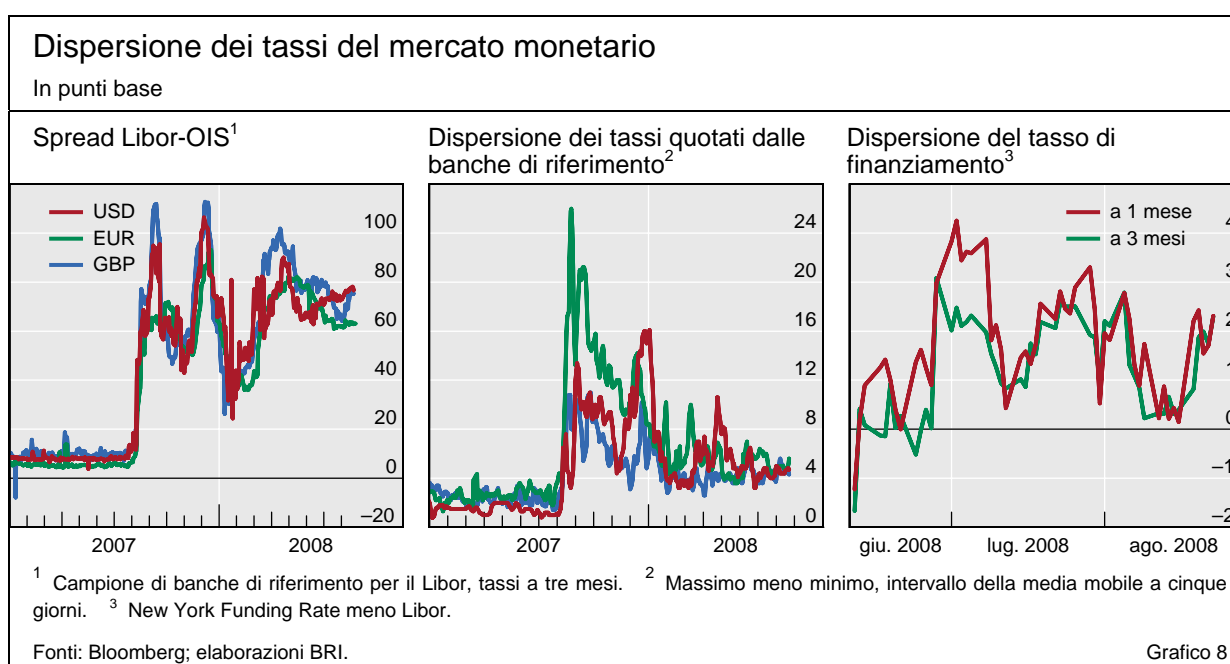
### Perdurano le tensioni nei mercati monetari interbancari

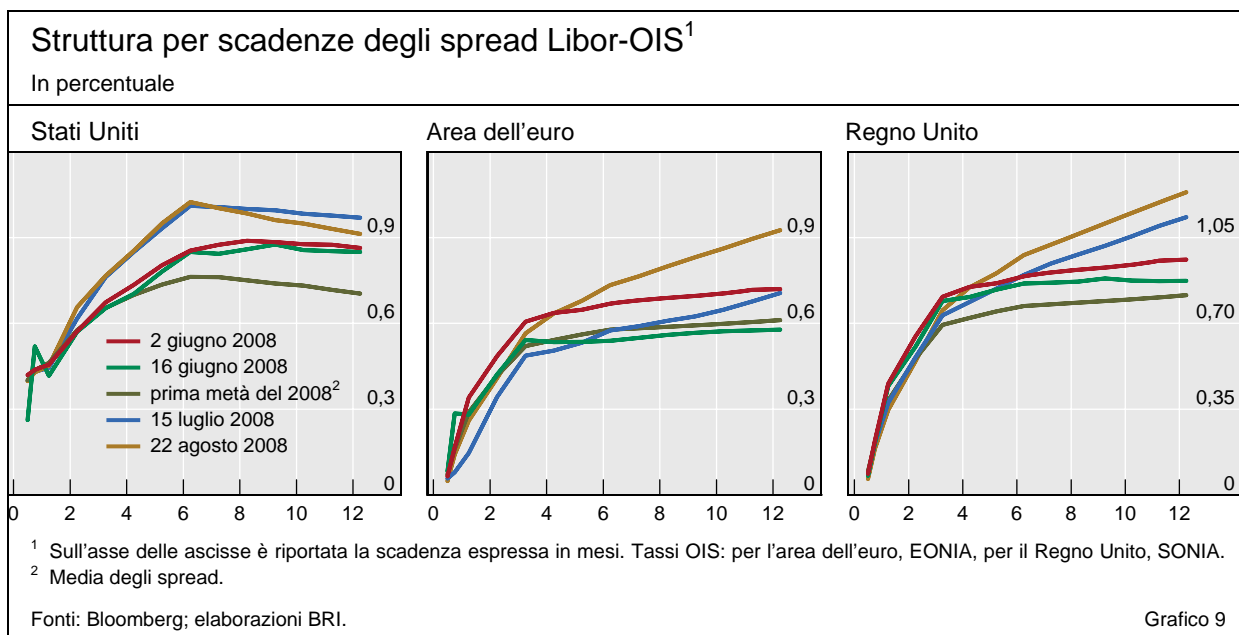
I mercati monetari rimangono sotto pressione ...

Mentre nel periodo in rassegna i mercati obbligazionari hanno rispecchiato in larga misura le aspettative di crescita e di inflazione, i mercati monetari hanno risentito in maniera più diretta dei timori relativi al settore finanziario. I differenziali tra i tassi Libor e i corrispondenti tassi OIS, che riflettono sia il rischio creditizio di controparte sia fattori legati alla liquidità, sono rimasti elevati (grafico 8, diagramma di sinistra). Al tempo stesso le richieste di fondi in dollari USA alle aste condotte dalla BCE e dalla Banca nazionale svizzera (BNS) hanno continuato a essere consistenti.

... nonostante le nuove iniziative delle banche centrali

Le continue pressioni sui mercati monetari interbancari in dollari USA sono desumibili anche dal fatto che gli spread Libor-OIS in dollari statunitensi non hanno evidenziato reazioni significative all'annuncio della Federal Reserve del 30 luglio relativo all'adozione di nuove misure volte a migliorare l'efficacia delle linee di liquidità esistenti. Tra di esse figuravano l'estensione della Primary Dealer Credit Facility (PDCF) e della Term Securities Lending Facility (TSLF) sino a fine gennaio 2009, nonché l'introduzione di un meccanismo d'asta per opzioni su fondi TSLF per \$50 miliardi allo scopo di sostenere i





mercati nei periodi di maggiore incertezza, come la fine di ogni trimestre. Inoltre, a integrazione della concessione di prestiti a 28 giorni nell'ambito della Term Auction Facility (TAF) esistente, sono stati introdotti nuovi crediti TAF a 84 giorni. Modifiche corrispondenti della struttura per scadenze dei fondi disponibili sono state annunciate dalla BCE e dalla BNS in relazione alle proprie aste di finanziamento in dollari USA.

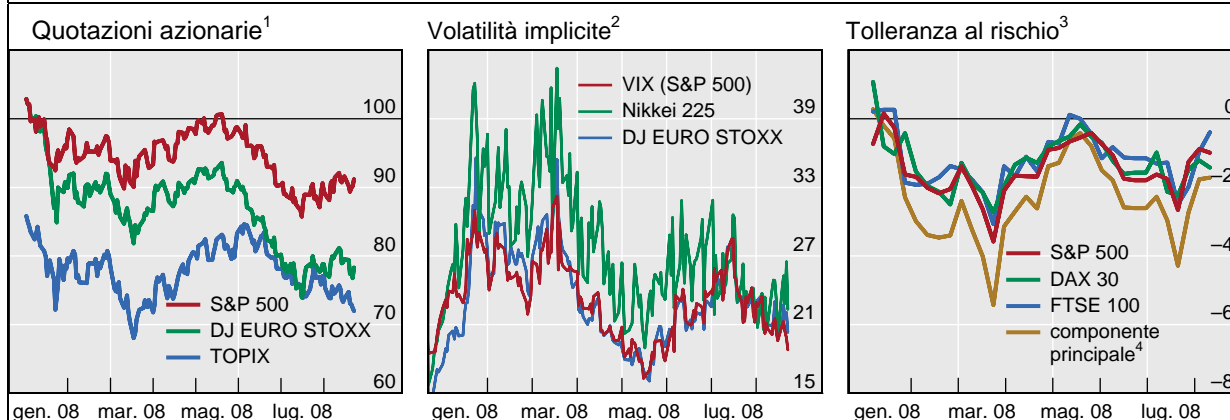
Le preoccupazioni circa la stabilità e l'attendibilità del tasso interbancario Libor sono state tuttavia meno pronunciate che in passato. La variazione dei tassi delle banche che quotano il Libor in tutti e tre i principali mercati Libor si è stabilizzata nel periodo in esame (grafico 8, diagramma centrale), il che potrebbe indicare una leggera riduzione dell'incertezza circa il fabbisogno di finanziamento a breve termine degli istituti. Sono sembrati attenuarsi anche i precedenti timori che tali banche avessero segnalato tassi inferiori ai loro costi effettivi di raccolta. Uno sviluppo che potrebbe aver contribuito a mitigare questi timori è stato, l'11 giugno, l'introduzione da parte di una grande società di intermediazione statunitense di un tasso, denominato New York Funding Rate (NYFR), ricavato da indagini. I differenziali tra questo tasso e il Libor sono rimasti perlopiù all'interno di una fascia relativamente ristretta di 2-3 punti base, indicando a quanto pare che nel periodo i tassi Libor non erano distorti verso il basso (grafico 8, diagramma di destra). Tuttavia, la struttura per scadenze degli spread Libor-OIS segnalava l'aspettativa del perdurare per qualche tempo delle pressioni sul mercato interbancario (grafico 9).

### I timori per la crescita deprimono i mercati azionari

Gravate dai timori per la crescita e da notizie di ulteriori perdite nel settore finanziario, a metà luglio le quotazioni azionarie hanno toccato minimi non più osservati dall'ultimo trimestre 2005, per poi segnare un leggero recupero (grafico 10, diagramma di sinistra). Verso la fine agosto l'indice S&P 500 aveva perso quasi l'8% rispetto ai livelli di fine maggio, mentre in Europa e in

Mercati azionari spinti al ribasso dalle notizie negative sul settore finanziario ...

## Mercati azionari



<sup>1</sup> In moneta locale; 2 gennaio 2007 = 100. <sup>2</sup> Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* alla pari su indici di borsa, in percentuale. <sup>3</sup> Ricavata dalle differenze fra due distribuzioni di rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici; medie settimanali di dati giornalieri. <sup>4</sup> Prima componente principale degli indicatori della tolleranza al rischio stimati per gli indici S&P 500, DAX 30 e FTSE 100.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

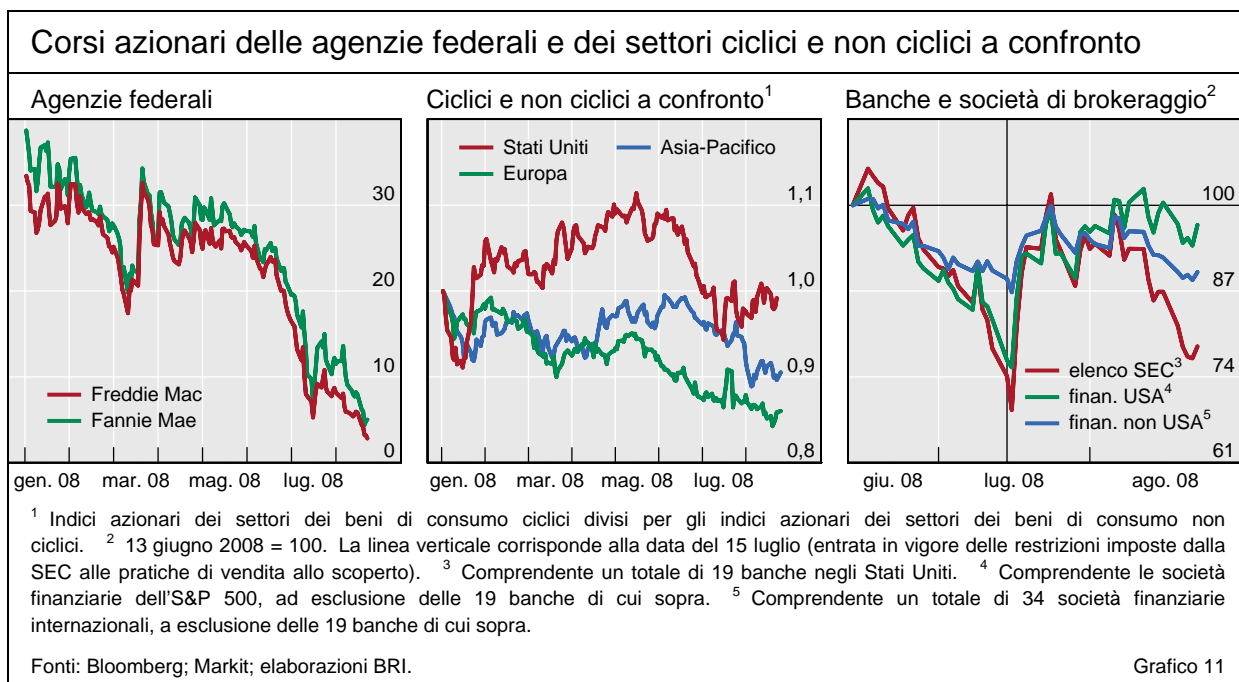
Grafico 10

Giappone i mercati avevano ceduto circa il 14% nello stesso periodo. Queste flessioni sono state in linea con gli indizi di un aumento dei premi di rischio, come si evince dalle maggiori volatilità implicite nelle opzioni e dalla minore tolleranza al rischio degli investitori (grafico 10, diagrammi centrale e di destra).

... e dai timori per la crescita

La flessione dei mercati azionari tra fine maggio e metà luglio è riconducibile alle notizie negative circa la solidità di importanti istituti finanziari, al rincaro del petrolio e al calo dei profitti societari. I timori relativi al settore finanziario erano tornati ad acuirsi agli inizi di giugno a causa dei declassamenti di alcuni assicuratori *monoline* statunitensi e dei segnali di persistenti pressioni sui bilanci bancari (cfr. la precedente sezione sui mercati creditizi). Il clima di mercato si è ulteriormente deteriorato in luglio, a seguito delle apprensioni legate all'adeguatezza patrimoniale delle agenzie statunitensi di credito ipotecario e all'esiguità degli utili annunciati da diverse istituzioni finanziarie. I titoli azionari di tali agenzie sono crollati in borsa, e Fannie Mae e Freddie Mac hanno perso rispettivamente circa il 74 e 79% tra fine maggio e metà luglio. Le preoccupazioni per le difficoltà del settore finanziario hanno condizionato anche le quotazioni delle banche commerciali e delle società di intermediazione, che nello stesso periodo hanno registrato performance generalmente inferiori rispetto agli altri settori.

A partire da metà luglio i corsi azionari hanno recuperato parte del terreno perduto, grazie a un insieme di fattori favorevoli. Tra di essi figurano l'annuncio del programma di supporto alle agenzie USA di credito ipotecario, la flessione dei prezzi del petrolio e delle materie prime e l'introduzione da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense di nuove misure di emergenza volte a ridurre le vendite allo scoperto di azioni da parte dalle maggiori banche e società di intermediazione. Le notizie del piano di sostegno alle agenzie federali hanno risollevato le quotazioni di queste ultime dai minimi del 15 luglio. Ciononostante, le incertezze degli investitori circa la loro solidità



e la necessità di un intervento pubblico non sono state dissipate del tutto e i corsi hanno finito per crollare a livelli non più osservati dalla fine degli anni ottanta. Le quotazioni dei titoli delle banche commerciali e delle imprese di intermediazione hanno parimenti registrato un recupero a metà luglio, allorché le posizioni corte su questi titoli sono state chiuse a seguito delle misure temporanee della SEC aventi a oggetto determinate tipologie di vendite allo scoperto (grafico 11, diagramma di destra). In generale, i timori per la crescita, unitamente alle sorprese negative sul fronte degli utili, hanno fatto sì che nel periodo in rassegna i titoli di società come quelle produttrici di beni di consumo ciclici registrassero un andamento peggiore rispetto alle azioni delle imprese dei settori non ciclici (grafico 11, diagramma centrale). Analogamente, nonostante una temporanea correzione al rialzo verso fine agosto, il calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime aveva spinto al ribasso le quotazioni dei titoli energetici e di quelli legati a tali merci.

### Contesto più difficile per i mercati emergenti

Nei mercati emergenti, che durante la maggior parte del 2007 e nel primo scorcio del 2008 avevano dato prova di una relativa tenuta, la situazione è radicalmente mutata negli ultimi mesi. A seguito del protrarsi della crisi del credito e dell'emergere di segnali di debolezza congiunturale nelle principali economie avanzate, le condizioni di finanziamento esterno hanno iniziato a inasprirsi, il che ha accentuato i rischi, in particolare per i paesi con un saldo corrente negativo. Allo stesso tempo, sulla scia dell'elevato livello dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, i tassi di inflazione hanno continuato ad aumentare, mettendo a repentaglio i redditi reali e la redditività delle imprese. Di conseguenza, il presunto "sganciamento" dei mercati emergenti è stato messo sempre più in discussione, e le variazioni delle condizioni

Le attività dei mercati emergenti ...

macroeconomiche e delle politiche economiche associate sono state oggetto di maggiore attenzione da parte degli investitori.

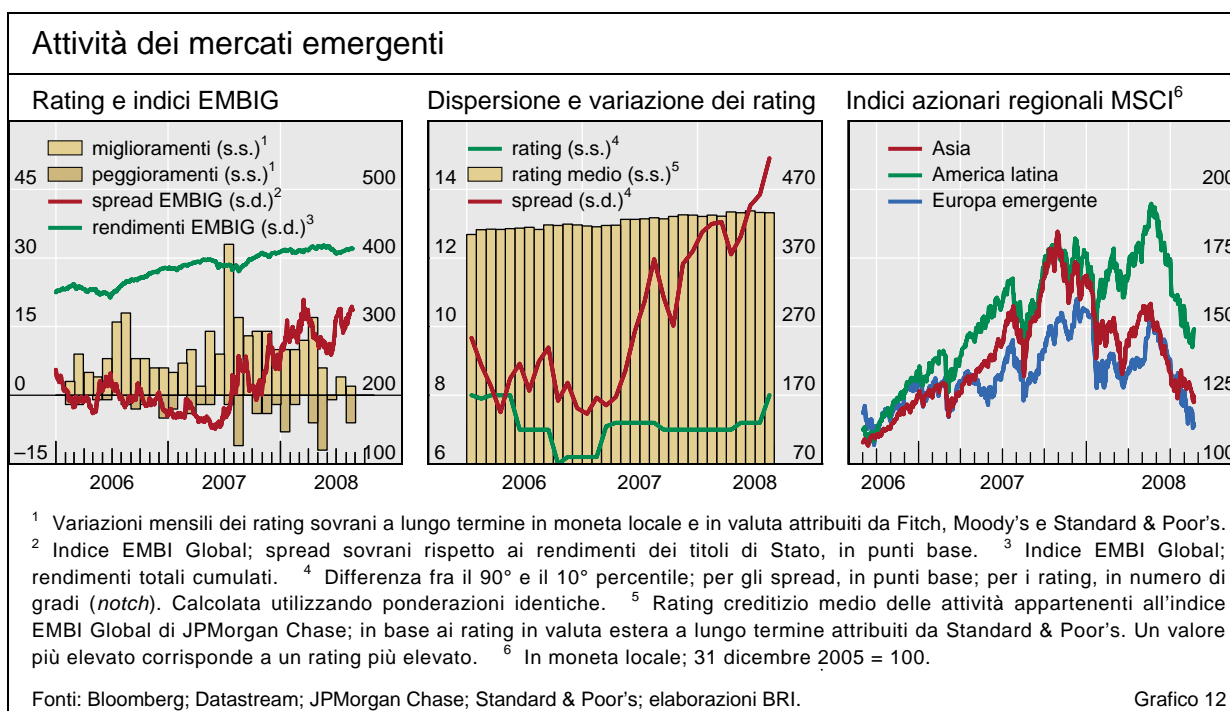
Gli spread creditizi dei mercati emergenti, misurati in base all'indice EMBIG, si sono ampliati da un minimo di circa 260 punti base a metà giugno ad approssimativamente 324 punti base alla fine del periodo in rassegna, sfiorando i massimi osservati a marzo, all'apice dell'ondata di vendite sui mercati creditizi. A fronte di un ampliamento dei differenziali, ma anche di un calo di circa 19 punti base dei tassi sui titoli del Tesoro USA a dieci anni dai livelli di fine maggio (cfr. la precedente sezione sui mercati obbligazionari), l'EMBIG ha registrato rendimenti solo leggermente negativi, pari a circa il -0,5% (grafico 12, diagramma di sinistra). Sebbene le previsioni di crescita nei mercati emergenti siano rimaste relativamente solide, l'umore degli investitori ha risentito dei timori inflazionistici e delle aspettative di un rallentamento dell'attività nelle economie avanzate. Ciò ha generalmente esercitato pressioni sugli spread creditizi dei paesi con un elevato fabbisogno di finanziamento del disavanzo corrente, come quelli dell'Europa orientale, in ragione della loro dipendenza dai flussi di investimenti diretti esteri e di investimenti di portafoglio provenienti dall'Unione europea. Poiché i rating medi dei paesi rappresentati nell'EMBIG sono rimasti complessivamente invariati, la dispersione degli spread è ulteriormente aumentata, in linea con la maggiore differenziazione degli emittenti da parte degli investitori (grafico 12, diagramma centrale).

I mercati azionari emergenti hanno risentito degli stessi fattori negativi; l'umore degli investitori è stato ulteriormente depresso dalla flessione generalizzata delle quotazioni azionarie nelle economie avanzate fino a metà luglio (cfr. la precedente sezione sui mercati azionari). Tra fine maggio e gli ultimi giorni di agosto l'indice MSCI dei mercati emergenti ha perso circa il 20% in valuta locale, scendendo di quasi il 9% rispetto ai minimi registrati a metà

... risentono dei timori di inflazione ...

... del deteriorarsi delle condizioni di finanziamento esterno ...

... e del peggioramento del clima di fiducia degli investitori



marzo. Sullo sfondo di un apprezzamento generale del dollaro USA tra la metà di luglio e la fine di agosto, il tasso di cambio effettivo della valuta statunitense nei confronti di quelle dei principali partner commerciali nei mercati emergenti ha recuperato le perdite subite in precedenza, terminando il periodo su livelli analoghi a quelli di fine maggio. Di conseguenza, la performance dell'MSCI in dollari è stata complessivamente simile a quella nelle valute locali, e l'indice ha perso circa 13 punti percentuali rispetto all'S&P 500. I mercati latinoamericani e quelli dell'Europa orientale hanno registrato gli arretramenti più consistenti, cedendo rispettivamente circa il 22 e il 24% nel periodo in rassegna. Nonostante i mercati asiatici abbiano subito da fine maggio un netto calo del 19%, a fine luglio sono parsi beneficiare temporaneamente della flessione dei prezzi del petrolio e delle materie prime, nonché dell'attenuarsi dei timori inflazionistici. L'opposto si è verificato in paesi come il Brasile e la Russia, dove la gran parte degli indici MSCI locali è legata alle materie prime (grafico 12, diagramma di destra).