

Quadro generale degli sviluppi: la speranza di una stabilizzazione riaccende la propensione al rischio

Nel periodo tra fine febbraio e fine maggio la fievole speranza di essersi lasciati alle spalle il peggio della crisi finanziaria e del rallentamento economico ha ravvivato la propensione al rischio degli investitori. Di conseguenza, i corsi azionari hanno segnato forti guadagni, gli spread creditizi si sono ristretti e le volatilità implicite sono diminuite. Questo clima di promettente ottimismo si è venuto a creare nonostante i principali indicatori economici restassero su livelli depressi. Gli investitori hanno preferito concentrarsi sui primi segnali di decelerazione del deterioramento economico, mentre l'intensificarsi delle azioni ufficiali di contrasto alla crisi e gli annunci di utili superiori alle previsioni alimentavano il clima di fiducia.

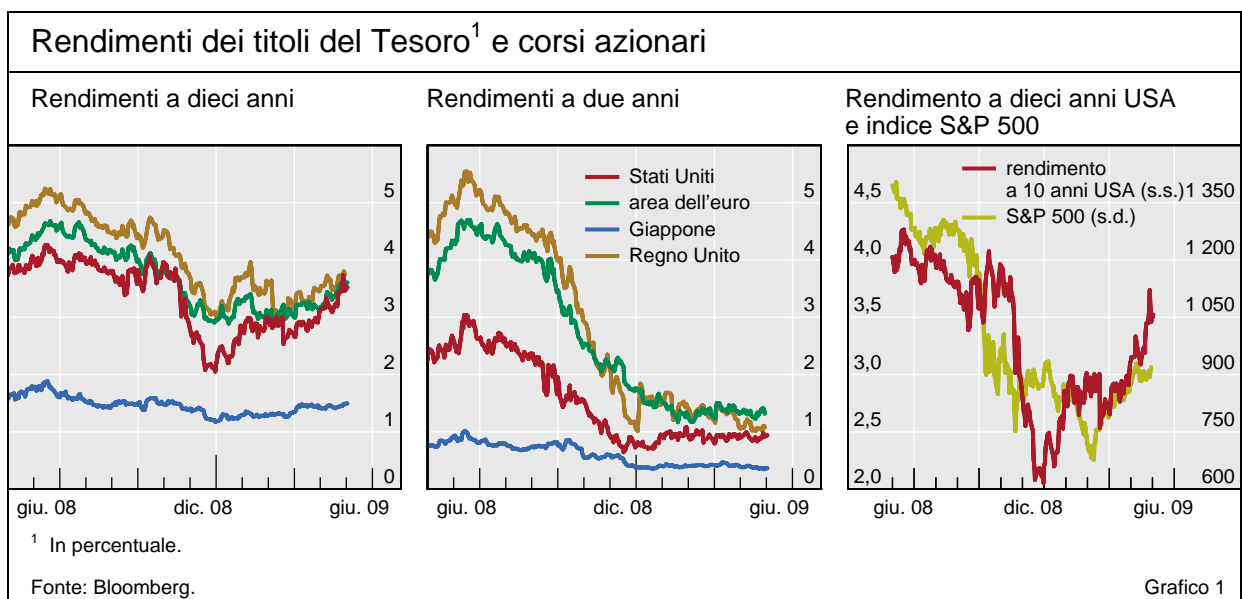
Varie misure di *policy* hanno concorso in misura rilevante al miglioramento umore degli investitori. La pubblicazione dei dettagli relativi ai programmi di salvataggio bancario dei governi statunitense e britannico, così come i risultati delle prove di stress condotte dalle banche statunitensi sotto la guida della Federal Reserve, hanno ridotto l'incertezza. Tali risultati, in particolare, hanno indotto una riduzione degli spread applicati alle banche USA. Inoltre, gli investitori hanno inizialmente tratto conforto dai nuovi pacchetti di stimolo fiscale e dalle azioni coordinate rese note a conclusione del vertice del G20 di aprile.

Le banche centrali hanno inoltre preso ulteriori provvedimenti per allentare le condizioni monetarie. Oltre a ridurre i tassi ufficiali – laddove vi era ancora il margine per farlo – alcune hanno annunciato misure nuove e non convenzionali, fra cui azioni potenziate di allentamento creditizio e acquisti di ampi quantitativi di titoli pubblici. Sebbene inizialmente tali misure abbiano provocato un calo dei rendimenti dei titoli del Tesoro, durante il periodo in rassegna i tassi di interesse a lungo termine hanno evidenziato una generale tendenza al rialzo, dal momento che la ripresa della propensione al rischio ha ridimensionato la fuga degli investitori verso la sicurezza offerta dai titoli di Stato. Le pressioni al rialzo sui rendimenti sono state alimentate, specie verso la fine del periodo, anche dai crescenti timori per l'aumento del debito pubblico. Nel contempo, sono altresì saliti i tassi di inflazione di pareggio a termine sugli orizzonti lunghi, probabilmente di riflesso alle inquietudini degli investitori circa le ripercussioni inflazionistiche di lungo periodo derivanti dalla crescita degli impegni delle amministrazioni pubbliche.

Nonostante la svolta segnata dai mercati, a fine maggio le condizioni in numerosi comparti rimanevano ben diverse da quelle antecedenti il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008. Ad esempio nei mercati azionari, anche dopo gli ultimi forti guadagni, la maggior parte degli indici restava inferiore del 20-30% ai livelli di metà settembre. I differenziali di rendimento nei mercati creditizi, che pure si erano considerevolmente ristretti rispetto ai picchi toccati agli inizi del 2009, non erano in genere tornati sui valori di metà settembre. Significativamente elevati risultavano soprattutto gli spread sui *credit default swap* (CDS) di qualità più scadente e sui CDS riferiti a emittenti sovrani. Tuttavia, nei mercati interbancari, dove all'indomani del tracollo di Lehman Brothers si erano osservate le turbolenze più estreme, le condizioni hanno continuato a migliorare gradualmente, e a fine maggio i principali spread del mercato monetario si erano riportati sui livelli precedenti il dissesto della banca di investimento americana.

Aumentano i rendimenti obbligazionari al rallentare della fuga verso la qualità

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle economie avanzate sono notevolmente cresciuti nel periodo in rassegna, per l'effetto congiunto della speranza che il deterioramento dell'economia mondiale stesse rallentando e dei timori connessi alla più rapida espansione dei disavanzi di bilancio. Tra fine febbraio e fine maggio i tassi sui titoli di Stato decennali statunitensi sono aumentati di quasi 45 punti base, a circa il 3,45%, e quelli corrispondenti dell'area dell'euro e del Giappone hanno guadagnato rispettivamente circa 45 e 20 punti base, portandosi attorno al 3,60 e 1,50% (grafico 1, diagramma di sinistra). I rendimenti a breve termine non hanno invece evidenziato variazioni di rilievo, rispecchiando le attese di tassi ufficiali relativamente stabili nel breve periodo (grafico 1, diagramma centrale). Di conseguenza, l'inclinazione delle curve dei rendimenti si è considerevolmente accentuata.



Cronologia essenziale degli eventi nel periodo in esame

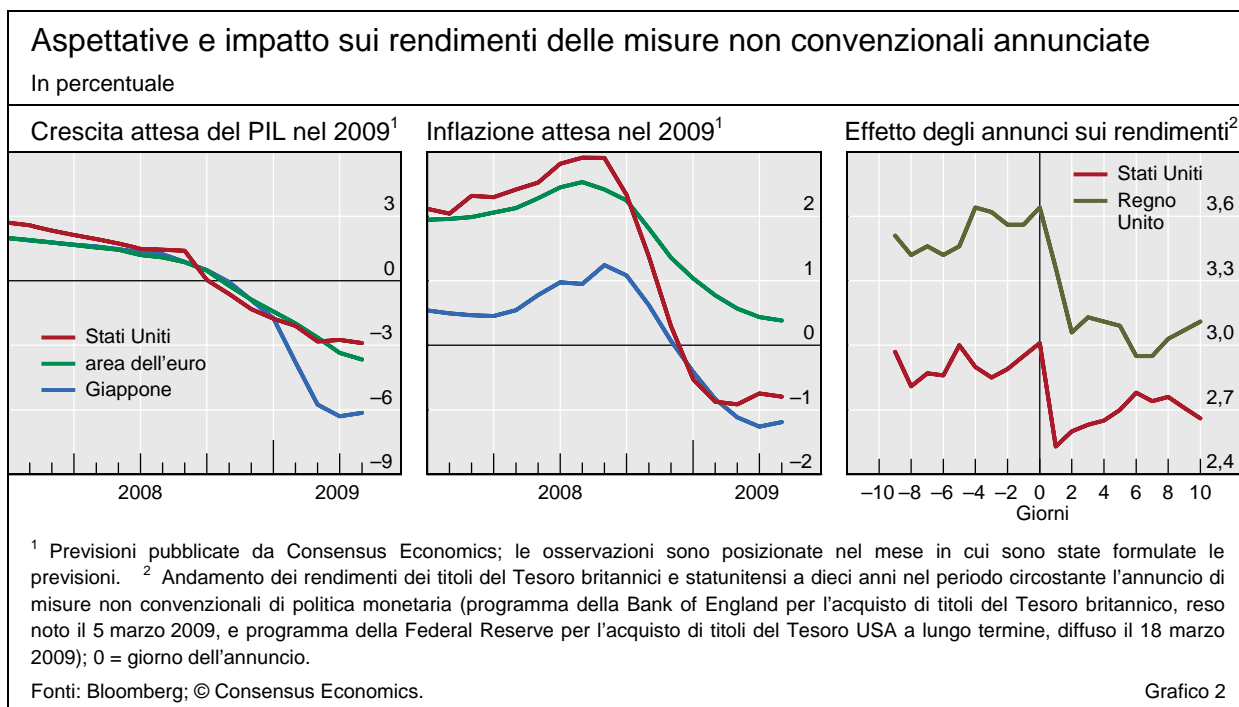
26 febbraio	Le autorità britanniche immettono altri £13 miliardi nella banca RBS e assicurano £325 miliardi di suoi attivi nel quadro dell'Asset Protection Scheme.
3 marzo	La Federal Reserve annuncia il varo della Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), destinata a offrire fino a \$200 miliardi di prestiti.
5 marzo	La Bank of England abbassa il tasso ufficiale di 50 punti base, allo 0,5%, e annuncia un programma di acquisto di attività (Asset Purchase Facility) per £75 miliardi. La BCE riduce il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,5%.
7 marzo	Lloyds Banking Group aderisce all'Asset Protection Scheme assicurando £260 miliardi di attivi.
10 marzo	Una nota interna di Citigroup indica che la banca si aspetta di registrare gli utili migliori da oltre un anno.
12 marzo	La Banca nazionale svizzera interviene sui mercati valutari. General Electric è declassata da S&P.
18 marzo	La Federal Reserve annuncia l'intenzione di acquistare titoli del Tesoro USA a lunga scadenza per un massimo di \$300 miliardi e di potenziare gli acquisti di obbligazioni ed MBS delle agenzie federali. La Banca del Giappone porta da ¥16,8 a 21,6 trilioni gli acquisti annui di titoli di Stato nipponici. Unicredit richiede l'aiuto delle autorità sia austriache sia italiane.
23 marzo	Il Segretario al Tesoro statunitense rivela i dettagli del Public-Private Investment Program (PPIP).
2 aprile	Vertice del G20. La BCE riduce il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25%.
6 aprile	HSBC realizza un aumento record di capitale per £12,5 miliardi.
7 aprile	L'Irlanda annuncia l'intenzione di costituire una nuova agenzia (la National Asset Management Agency) per l'acquisto di prestiti in sofferenza.
9 aprile	Wells Fargo preannuncia utili record per il primo trimestre. Il Giappone rende noto un pacchetto di stimolo fiscale del valore di ¥15,4 trilioni.
15 aprile	UBS preannuncia perdite cospicue (circa CHF 2 miliardi) per il primo trimestre.
20 aprile	Bank of America comunica utili per \$4,2 miliardi nel primo trimestre, ma anche una crescita degli accantonamenti.
22 aprile	Morgan Stanley comunica una perdita di \$578 milioni per il primo trimestre.
28 aprile	BBVA annuncia per il primo trimestre un calo dell'utile netto pari al 14,2% sull'anno precedente.
30 aprile	Chrysler LLC richiede l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.
7 maggio	Le autorità statunitensi comunicano i risultati delle prove di stress effettuate dalle banche. La Bank of England accresce di £50 miliardi, a £125 miliardi, l'entità dell'Asset Purchase Facility. La BCE riduce il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1%, e annuncia l'intenzione di acquistare circa €60 miliardi di <i>covered bond</i> .
21 maggio	S&P passa da stabile a negativo l' <i>outlook</i> per il rating AAA del Regno Unito.
<p>Fonti: Bloomberg; <i>Financial Times</i>; <i>The Wall Street Journal</i>.</p> <p style="text-align: right;">Tabella 1</p>	

La speranza di una ripresa fa salire i rendimenti ...

La crescita dei tassi obbligazionari a lungo termine è stata in gran parte trainata dalla percezione, sempre più diffusa tra gli investitori, di essersi lasciati alle spalle il peggio della crisi finanziaria e della contrazione economica. Come è apparso evidente in altri mercati, specie quelli azionari, tale speranza ha riacceso la propensione al rischio. Mentre aumentava la domanda di attività rischiose, le pressioni sui mercati dei titoli di Stato connesse alla fuga verso la sicurezza e la liquidità hanno iniziato ad allentarsi e i rendimenti sono di conseguenza saliti. A marzo la crescita dei tassi obbligazionari si è quindi accentuata allorché l'ascesa dei corsi azionari acquisiva slancio (grafico 1, diagramma di destra).

... grazie al sostegno delle azioni ufficiali ...

L'incipiente ottimismo degli investitori è riconducibile all'effetto congiunto delle misure annunciate da diverse autorità allo scopo di accrescere la fiducia e di dati macroeconomici meno negativi del previsto. Tra gli interventi pubblici



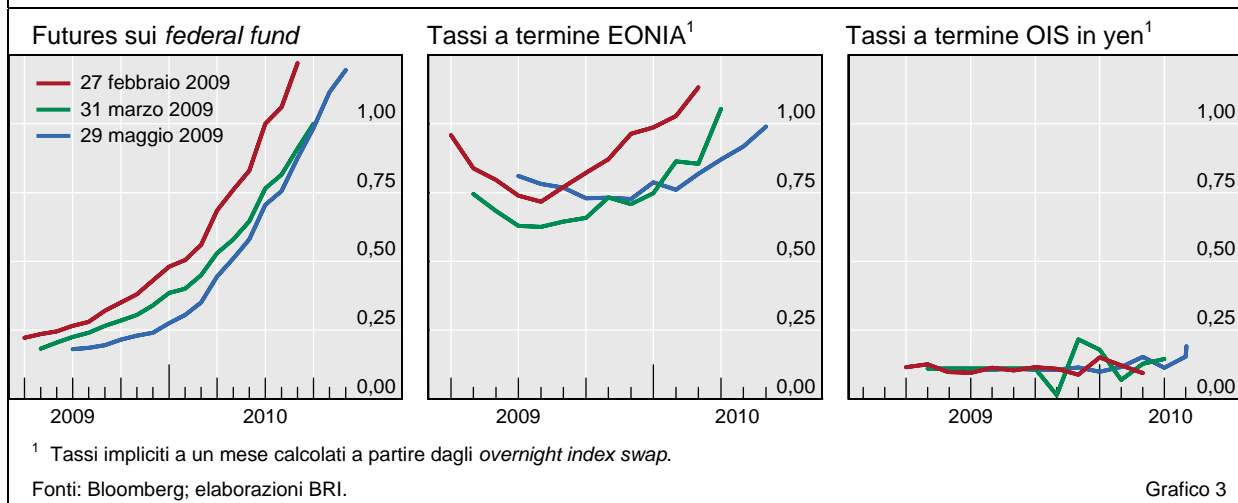
che sembrano avere contribuito in misura particolarmente rilevante a sostenere la fiducia degli operatori figurano la pubblicazione dei dettagli concernenti il programma britannico Asset Protection Scheme e quello statunitense Public-Private Investment Program (PPIP), il vertice del G20 di Londra agli inizi di aprile e l'esito delle prove di stress effettuate sulle banche statunitensi (tabella 1).

I nuovi dati macroeconomici si sono rivelati meno negativi del previsto. Ciò vale soprattutto per gli Stati Uniti, nonostante una flessione del PIL pari al 6,1% su base annua nel primo trimestre. Le statistiche sull'occupazione nei settori non agricoli USA mostravano che l'accelerazione del calo dei posti di lavoro era cessata: il dato relativo ad aprile (-539 000 posti di lavoro), pur rimanendo poco incoraggiante, risultava tuttavia migliore del previsto, in parte grazie al forte aumento *una tantum* dell'occupazione nel settore pubblico. Indicatori più prospettici, quali i risultati delle indagini sul clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, sono risaliti rispetto ai bassi livelli precedenti. Anche l'area dell'euro ha evidenziato segnali di stabilizzazione, con un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e una risalita dell'indice Ifo tedesco. In Giappone le notizie positive hanno invece continuato a essere scarse. I risultati delle indagini sulle aspettative di crescita hanno rispecchiato questo quadro complessivo: sebbene per le tre economie principali fosse attesa una contrazione nel 2009, le revisioni recenti puntavano generalmente in direzione di una stabilizzazione (grafico 2, diagramma di sinistra).

... e di dati meno negativi

In aggiunta alle misure adottate dai governi di tutto il mondo per stimolare l'economia, le banche centrali hanno continuato ad allentare la politica monetaria. Laddove vi era ancora il margine per farlo, i tassi ufficiali sono stati ridotti ulteriormente. La BCE ha abbassato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali per complessivi 100 punti base (al minimo record dell'1%) in marzo, aprile e maggio e ha ridotto allo 0,25% il tasso di interesse

Curve dei tassi di interesse a termine impliciti



sui depositi presso la banca centrale. La Bank of England ha diminuito il *Bank rate* di ulteriori 50 punti base in marzo, portandolo allo 0,5%, un altro minimo storico. Negli Stati Uniti e in Giappone i tassi di interesse ufficiali, già prossimi allo zero, sono rimasti inalterati. I prezzi dei contratti a termine del mercato monetario mostrano che queste decisioni erano state ampiamente anticipate e che non si attendevano modifiche di rilievo nei mesi a venire (grafico 3).

Dal momento che in molte economie i tassi di interesse ufficiali erano prossimi allo zero, importanti banche centrali hanno annunciato e iniziato ad attuare misure non convenzionali per allentare ulteriormente la politica monetaria (cfr. il riquadro e la tabella 1). Il 5 marzo la Bank of England ha dichiarato che avrebbe immesso liquidità direttamente nell'economia al fine di centrare l'obiettivo di inflazione, effettuando acquisti diretti di titoli del Tesoro britannico (*gilt*) e attività del settore privato per un totale di £75 miliardi (successivamente portati a £125 miliardi agli inizi di maggio). Il 18 marzo la Federal Reserve ha annunciato di voler acquistare fino a \$300 miliardi di titoli del Tesoro USA a più lungo termine nei sei mesi successivi, ampliando il programma volto a migliorare le condizioni nei mercati creditizi. La Bank of Japan ha accresciuto di ¥4,8 trilioni l'importo annuo previsto per il programma di acquisto di obbligazioni di Stato nipponiche (cfr. anche la monografia di McCauley e Ueda in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Infine, il 7 maggio la BCE ha manifestato l'intenzione di acquistare circa €60 miliardi di *covered bond* emessi nell'area dell'euro e denominati nella moneta unica¹.

Immediatamente dopo gli annunci di acquisti di titoli di Stato, i rendimenti sulle obbligazioni pubbliche hanno registrato cali considerevoli. Ciò vale soprattutto per gli Stati Uniti e il Regno Unito (grafico 2, diagramma di destra): a seguito degli annunci delle rispettive banche centrali, i rendimenti sui titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni sono scesi di quasi 50 punti base, mentre quelli sui *gilt* britannici di pari durata hanno perso quasi 60 punti base. Anche i

¹ Per un approfondimento sui mercati dei *covered bond* cfr. la monografia di Packer et al. nell'edizione del settembre 2007 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Le banche centrali introducono misure non convenzionali di politica monetaria ...

... che deprimono i rendimenti ...

Le misure non convenzionali di politica monetaria adottate durante la crisi

Piti Disyatat

In risposta alle turbolenze finanziarie mondiali e al successivo forte rallentamento dell'attività economica, le principali banche centrali hanno abbassato aggressivamente i tassi ufficiali e introdotto diverse misure definite in senso lato come politica monetaria non convenzionale. Il presente riquadro passa in rassegna tali misure ed evidenzia come esse possano essere inquadrare nel contesto generale dell'attuazione della politica monetaria.

Quadro di analisi delle misure non convenzionali di politica monetaria

La conduzione della politica monetaria comprende due elementi fondamentali: 1) la segnalazione dell'orientamento desiderato, che oggi avviene di norma mediante l'annuncio di obiettivi per i tassi di interesse a brevissimo termine; 2) le operazioni di gestione della liquidità in senso lato, ossia le operazioni riguardanti vari aspetti del quadro operativo – connessi alle condizioni di erogazione della liquidità di banca centrale – che assecondano l'orientamento perseguito mantenendo il tasso di mercato di riferimento in linea con il tasso ufficiale. In genere, le operazioni di gestione della liquidità sono concepite e attuate attentamente, in modo da influenzare unicamente lo specifico tasso di mercato prescelto. In questo senso, esse svolgono una funzione di supporto, senza avere ripercussioni né contenuti informativi di rilievo per l'orientamento complessivo della politica monetaria.

Tuttavia, in determinate circostanze le operazioni di gestione della liquidità assumono un ruolo più significativo e sono deliberatamente impiegate per influenzare elementi specifici del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'idea di base di questo approccio complementare è quella di ricorrere attivamente alle operazioni di liquidità per incidere sui prezzi di determinate attività, sui rendimenti e sulle condizioni di finanziamento *in aggiunta* all'impatto esercitato dal tasso ufficiale. In questo caso, le operazioni di liquidità non svolgono pertanto un ruolo meramente passivo, ma divengono parte integrante dell'orientamento monetario complessivo. Poiché normalmente producono variazioni sostanziali nei bilanci delle banche centrali – in termini di dimensioni, composizione e profilo di rischio – esse possono essere definite *operazioni di bilancio*[®].

Si distinguono varie forme di operazioni di bilancio in base al particolare mercato cui sono mirate. La più comune e nota è rappresentata dagli interventi sui mercati dei cambi che, mediante la vendita o l'acquisto di valuta, intendono influenzare il tasso di cambio indipendentemente dal tasso ufficiale. Nella crisi attuale le operazioni di bilancio sono state impiegate anche per agire sui tassi del mercato monetario a termine, sui rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza e su vari spread di rischio. Mentre le motivazioni, i meccanismi sottostanti, i canali di trasmissione e le implicazioni di bilancio sono analoghi a quelli degli interventi valutari, la scelta del mercato è atipica e in alcuni casi inedita. È questo a rendere "non convenzionali" le recenti azioni delle banche centrali, e non tanto l'approccio complessivo volto a influenzare determinati elementi del meccanismo di trasmissione in aggiunta all'azione del tasso ufficiale. In tale ottica, le espressioni "allentamento quantitativo" e "allentamento creditizio", utilizzate per descrivere rispettivamente le operazioni condotte dalla Bank of Japan nel periodo 2001-06 e dalla Federal Reserve nell'episodio attuale, si possono semplicemente considerare come riferimenti a una particolare tipologia di operazioni di bilancio[®].

Un'importante caratteristica delle operazioni di bilancio è che possono essere effettuate a prescindere dal livello prevalente del tasso di interesse ufficiale. Ciò vale ad esempio per gli interventi valutari. Fintantoché la banca centrale è in grado di attuare operazioni compensative sui conti di riserva, né l'aumento delle disponibilità né la loro composizione pregiudicheranno necessariamente la sua capacità di mantenere i tassi di interesse in linea con l'obiettivo[®]. Il carattere autonomo di tali operazioni vale anche in senso opposto. La loro liquidazione e il ridimensionamento del bilancio della banca centrale non costituiscono un presupposto per innalzare i tassi. Ad esempio, per le banche centrali che remunerano le riserve eccedenti è sufficiente aumentare il tasso corrisposto parallelamente a quello ufficiale per ottenere un inasprimento monetario. Pertanto, è possibile impostare anche la discussione delle strategie di uscita lungo le due dimensioni distinte del livello appropriato dei tassi di interesse da un lato e della struttura desiderata per il bilancio della banca centrale dall'altro.

Operazioni di bilancio introdotte finora

Obiettivo	Misure adottate	Fed	BCE	BoE	BoJ	BoC	RBA	BNS
Influenzare le condizioni del mercato interbancario all'ingrosso	Modifica dello sportello di sconto	✓ ¹		✓				
	Operazioni straordinarie a lungo termine	✓	✓ ²	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliamento delle garanzie stanziabili	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Ampliamento della gamma di controparti	✓		✓	✓	✓	✓	
	Linee di swap in valuta tra banche centrali	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Introduzione del prestito titoli o allentamento delle relative condizioni	✓		✓	✓	✓		
Influenzare il mercato del credito e le condizioni finanziarie più in generale	Finanziamento/acquisto/ stanziabilità di CP	✓ ³		✓ ⁴	✓ ⁵	✓ ⁶	✓ ⁷	
	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di ABS	✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ⁴			✓ ⁷	
	Finanziamento/acquisto/stanziabilità di obbligazioni societarie			✓ ⁴	✓ ¹⁰	✓ ⁶		✓
	Acquisto di titoli del settore pubblico	✓ ¹¹		✓ ⁴	✓ ¹²			
	Acquisto di titoli non del settore pubblico				✓ ¹³			✓ ¹⁴

✓ = sì; spazio bianco = no.

¹ Riduzione del tasso e allungamento delle scadenze per i prestiti concessi nel quadro dello sportello di sconto; ammissione dei *primary dealer* (Primary Dealer Credit Facility). ² Comprese le procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. ³ Finanziamento degli acquisti di certificati di deposito a breve termine, *commercial paper* (CP) e *commercial paper* garantita da attività (ABCP) (Money Market Investor Funding Facility, Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility e Commercial Paper Funding Facility). ⁴ Asset Purchase Facility. ⁵ Aumento della frequenza e del volume delle operazioni pronti contro termine su CP e introduzione di acquisti definitivi di CP. ⁶ Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments. ⁷ Accettazione di titoli garantiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) residenziale e di ABCP a fronte di operazioni pronti contro termine. ⁸ Finanziamento degli acquisti di *asset-backed securities* (ABS) basati su crediti agli studenti, crediti per l'acquisto di autoveicoli, saldi attivi su carte di credito e altri prestiti garantiti (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). ⁹ Acquisto di *covered bond*. ¹⁰ Ampliamento delle passività societarie stanziabili e introduzione di una linea di credito a fronte di garanzie sotto forma di titoli di debito. ¹¹ Acquisti di titoli del Tesoro, nonché di titoli emessi e/o garantiti dalle agenzie federali di credito ipotecario. ¹² Acquisti di titoli di Stato giapponesi per agevolare l'ordinato svolgimento delle operazioni nel mercato monetario, senza l'intenzione di influenzare i prezzi degli stessi. ¹³ Acquisti di titoli azionari detenuti da istituzioni finanziarie. ¹⁴ Acquisti di titoli in valuta estera.

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella A

Panoramica delle risposte delle banche centrali

Le operazioni di bilancio effettuate nella crisi attuale si possono suddividere in due ampie categorie (cfr. la tabella). La prima, prevalente agli inizi della crisi, comprendeva le iniziative intese ad allentare le tensioni nei mercati interbancari all'ingrosso. In particolare, al fine di ridurre i differenziali a termine è stata notevolmente potenziata l'offerta di finanziamenti a termine e sono state introdotte diverse misure per rimuovere i potenziali ostacoli a una regolare distribuzione delle riserve. Fra queste rientrano l'ampliamento del novero di garanzie stanziabili e di controparti ammesse, l'allungamento delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento e l'istituzione di linee di swap tra banche centrali per alleviare le pressioni sul finanziamento (soprattutto in dollari) nei mercati esteri. Molte banche centrali hanno inoltre introdotto o reso più accessibile il prestito di titoli altamente liquidi, di norma obbligazioni sovrane, in contropartita di strumenti meno liquidi per migliorare le condizioni di provvista sul mercato monetario.

La seconda categoria di risposte, che ha assunto maggior risalto con l'aggravarsi della turbolenza finanziaria, puntava direttamente ad attenuare l'irrigidimento delle condizioni di fido al settore non bancario e ad allentare le condizioni del mercato finanziario più ampio. Tra i provvedimenti principali figurano l'offerta di fondi a soggetti non bancari per sostenere la liquidità e

ridurre gli spread di rischio in mercati specifici – come quelli della *commercial paper*, degli *asset-backed securities* e delle obbligazioni societarie – nonché l’acquisto diretto di titoli del settore pubblico per influenzare i rendimenti di riferimento più in generale.

Nell’insieme, gli interventi delle banche centrali hanno concorso a smorzare le forti tensioni di liquidità e sono stati accompagnati da miglioramenti tangibili in una serie di mercati fondamentali (come rilevato in questa edizione del “Quadro generale degli sviluppi”). Tuttavia, la loro efficacia nell’attenuare l’impatto della crisi e ripristinare il funzionamento dei mercati è in ultima istanza funzione della misura in cui agiscono da catalizzatore per l’intermediazione privata. In definitiva, pertanto, il successo degli interventi dipende dall’adeguata definizione e incisiva attuazione di politiche che affrontino direttamente le debolezze fondamentali nei bilanci bancari.

^① Cfr. il Capitolo VI della 79^a *Relazione annuale* della BRI, giugno 2009. ^② Le strategie di allentamento quantitativo mirano a distendere le condizioni monetarie complessive attraverso un’espansione delle riserve bancarie, senza specificare le attività da acquistare. Quelle di allentamento creditizio sono invece tese a influenzare particolari segmenti del mercato mediante l’intervento sulle corrispondenti categorie di attività, senza particolare riferimento alle modalità con cui tali operazioni sono finanziate nei bilanci della banca centrale. ^③ Di fatto, molte banche centrali asiatiche intervenute attivamente sui mercati valutari negli ultimi anni sono riuscite a raggiungere gli obiettivi di tasso ufficiale nonostante la considerevole espansione dei rispettivi bilanci.

rendimenti dell’area dell’euro sono diminuiti a seguito di tali annunci, con l’intensificarsi delle speculazioni sulla possibilità che la BCE adottasse misure analoghe. Ciononostante, l’effetto frenante non è stato durevole e i rendimenti a lungo termine hanno presto ripreso a salire. Benché tale andamento possa essere perlopiù ricondotto ad altri fattori, come indicato in precedenza, potrebbe paradossalmente avervi concorso anche l’adozione di misure di politica monetaria non convenzionali. In particolare, è possibile che essa abbia migliorato il clima di fiducia degli investitori e riaperto la propensione al rischio, riducendo così le pressioni derivanti dai comportamenti di fuga verso la sicurezza nei mercati dei titoli di Stato.

... in via
temporanea

Un altro fattore che ha esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti è rappresentato dalle perduranti inquietudini circa l’offerta di debito pubblico. Per l’effetto congiunto dei consistenti piani di stimolo fiscale, dei programmi di salvataggio per il settore finanziario e del rapido calo del gettito fiscale, i disavanzi di bilancio si sono ampliati in tutto il mondo e sono di conseguenza notevolmente aumentate le emissioni di titoli pubblici. Man mano che crescevano le inquietudini dei mercati circa la disponibilità degli investitori ad assorbire gli ingenti volumi addizionali di debito, i rendimenti obbligazionari sono saliti. Inoltre, il deciso ampliamento dei disavanzi ha destato timori per la sostenibilità delle finanze pubbliche e la capacità di alcuni governi di soddisfare i maggiori obblighi assunti. Il risultante aumento reale o percepito del rischio di credito sovrano potrebbe avere in alcuni casi indotto gli investitori a richiedere un compenso più elevato sui titoli di Stato, sospingendo i rendimenti verso l’alto.

I timori per l’aumento dei disavanzi esercitano spinte al rialzo sui rendimenti

L’importanza dei suddetti fattori è emersa con tutta evidenza il 21 maggio, quando Standard & Poor’s ha deciso di rivedere in negativo l’*outlook* a medio termine del rating AAA assegnato al debito sovrano del Regno Unito, nella convinzione che l’onere del debito pubblico del paese potesse raggiungere il 100% del PIL nel medio periodo. Subito dopo l’annuncio, i tassi sui *gilt* decennali sono aumentati di circa 10 punti base, mentre gli spread sui CDS

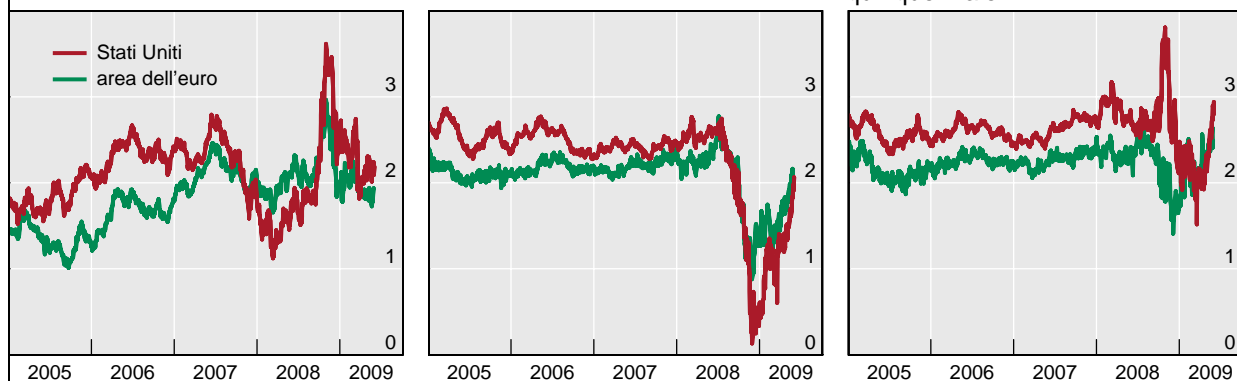
Rendimenti reali e tassi di inflazione di pareggio¹

In percentuale

Rendimenti reali a dieci anni

Tassi di inflazione di pareggio a dieci anni

Tassi di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale



¹ I rendimenti reali a dieci anni e i tassi di inflazione di pareggio ricavati dalle obbligazioni senza cedola sono calcolati secondo la metodologia descritta in R. Gürkaynak, B. Sack e J. Wright, "The TIPS yield curve and inflation compensation", *FEDS Paper* 2008-05, Board of Governors del Federal Reserve System, 2008.

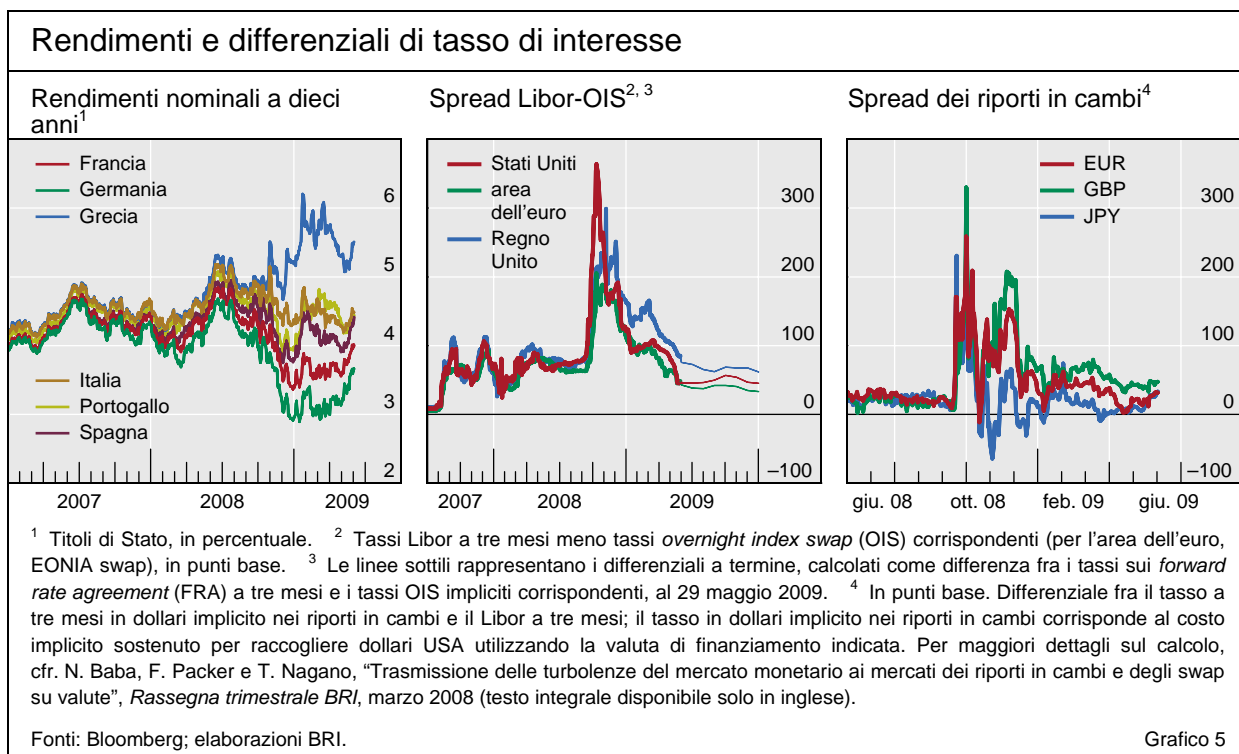
Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 4

britannici a cinque anni sono saliti di 8 punti base durante la giornata. La decisione di S&P sembra avere concorso a innalzare i rendimenti anche altrove, e in particolare negli Stati Uniti, inducendo gli investitori a rivalutare i rischi di un possibile declassamento dei rating assegnati al debito sovrano di altre importanti economie.

I tassi di inflazione di pareggio risalgono da livelli depressi ...

All'emergere di un cauto ottimismo riguardo alle condizioni economiche, i tassi di inflazione di pareggio hanno continuato a crescere rispetto ai livelli straordinariamente bassi di fine 2008 (grafico 4, diagramma centrale). Ciò potrebbe avere in parte rispecchiato le attese di una minore accentuazione o di un allentamento delle spinte al ribasso sui prezzi al consumo a breve termine, in linea con il quadro emerso dalle previsioni sui tassi di inflazione nel 2009 ricavate dalle indagini (grafico 2, diagramma centrale) e con il rialzo dei prezzi dell'energia. Tuttavia, come già nel caso del brusco calo dei tassi di inflazione di pareggio a fine 2008, è probabile che la recente ascesa abbia riflesso in larga parte altri fattori (cfr. il riquadro nel "Quadro generale degli sviluppi" della *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2009), non da ultimo il venir meno della domanda precauzionale della liquidità offerta dai titoli del Tesoro non indicizzati. Tale evoluzione ha risentito inoltre del calo dei rendimenti reali, probabilmente dovuto ai minori premi per la liquidità sulle obbligazioni indicizzate (grafico 4, diagramma di sinistra). Avendo tali fattori di norma meno rilevanza per i tassi a termine, l'inflazione di pareggio implicita a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentata in misura lievemente inferiore rispetto a quella a dieci anni (grafico 4, diagramma di destra). Il significativo incremento dei tassi di inflazione di pareggio a termine su orizzonti lunghi potrebbe tuttavia riflettere il crescente timore degli investitori che l'accumulo di impegni del settore pubblico attualmente in corso si traduca in un'inflazione più elevata in futuro.



Anche altri segmenti del mercato hanno dato segni di un graduale miglioramento. I differenziali tra i Bund tedeschi e i titoli di Stato degli altri paesi dell'area dell'euro, ad esempio, che si erano ampliati pressoché costantemente da metà 2008, hanno iniziato a restringersi leggermente (grafico 5, diagramma di sinistra). In assenza di fattori che segnalassero una convergenza dei livelli di rischio di credito sovrano nei paesi dell'area, tale calo sembra una chiara indicazione della migliore liquidità di mercato e della ripresa della propensione al rischio. Ciò appare confermato dall'evoluzione dei mercati interbancari. Ad esempio, i differenziali Libor-OIS e quelli sui riporti in cambi hanno continuato a ridursi gradualmente e a metà maggio erano in molti casi tornati su livelli inferiori a quelli osservati alla vigilia del fallimento di Lehman Brothers (grafico 5, diagrammi centrale e di destra). Tuttavia, i prezzi dei *forward rate agreement* e dei contratti OIS indicavano che gli ulteriori miglioramenti attesi nei mercati interbancari durante il resto dell'anno erano limitati.

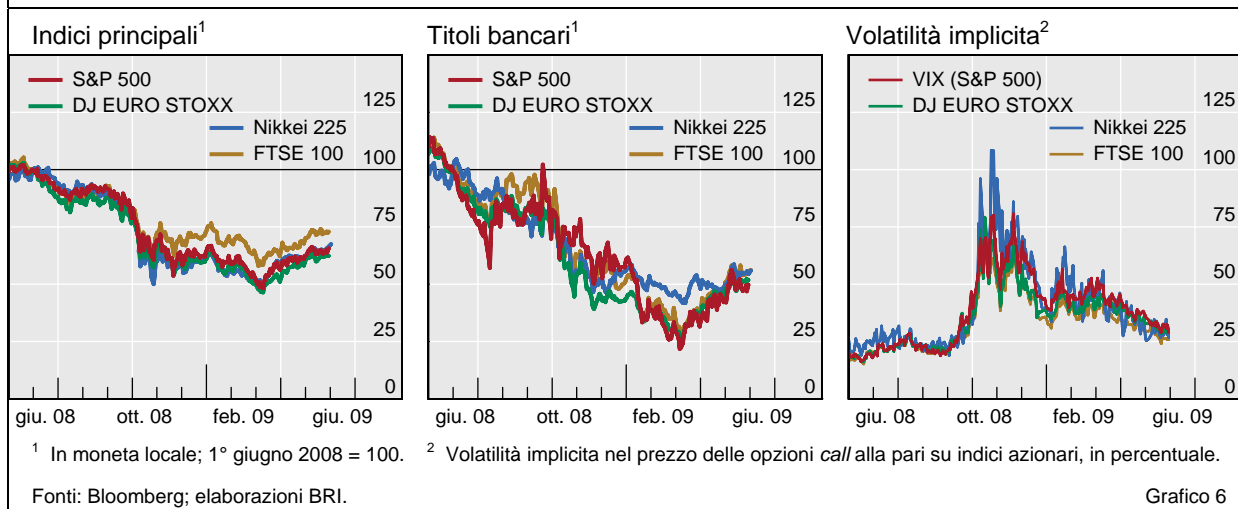
... mentre in altri mercati prosegue il processo di normalizzazione

La speranza di una stabilizzazione del settore finanziario induce una ripresa dei mercati azionari

I principali mercati azionari hanno segnato una svolta nel periodo in esame. La ripresa è iniziata ai primi di marzo ed è proseguita fino all'ultima parte di maggio, interrotta solo occasionalmente da brevi periodi di dubbio o da notizie negative specifiche. Sebbene i dati economici abbiano perlopiù continuato a riflettere la debolezza dell'attività reale, gli operatori sono parsi concentrare l'attenzione sui segnali di una decelerazione – se non addirittura in alcuni casi di una stabilizzazione – del deterioramento delle condizioni economiche. Anche i timori emersi a fine aprile per la prospettiva di una pandemia influenzale non

I mercati azionari segnano una svolta agli inizi di marzo

Quotazioni azionarie e volatilità implicita

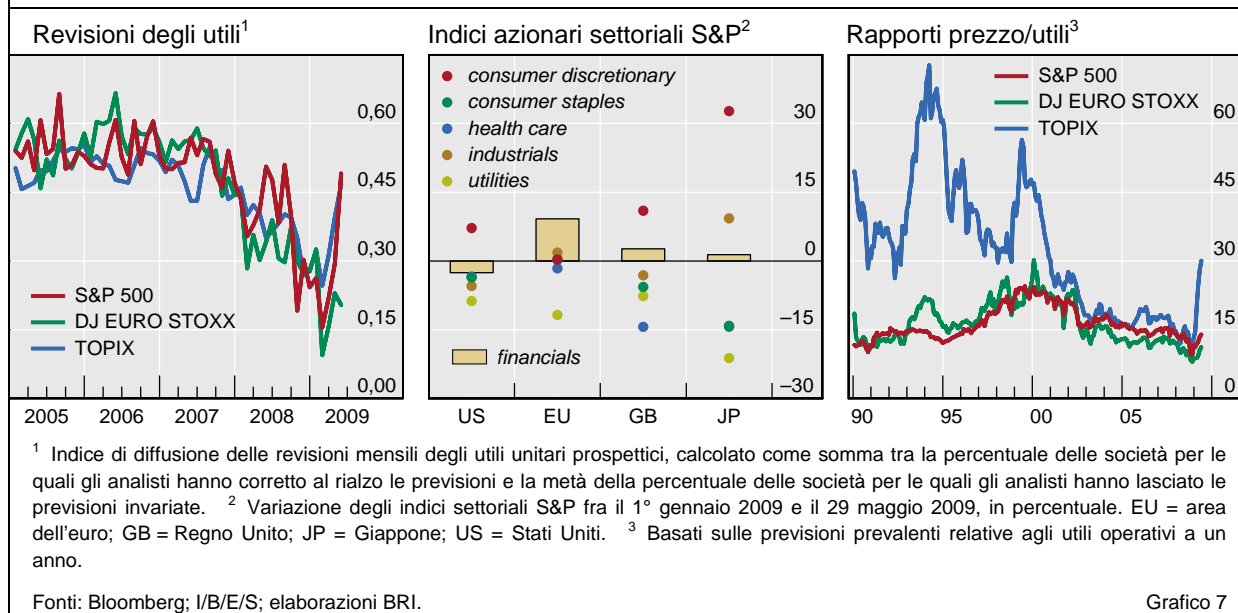


hanno intaccato durevolmente il clima di fiducia. Tra fine febbraio e fine maggio l'indice S&P 500 è salito del 25%, riassorbendo interamente le perdite registrate dagli inizi dell'anno. Le principali borse dell'area dell'euro e del Giappone hanno anch'esse messo a segno rialzi di entità analoga, mentre nel Regno Unito l'FTSE 100 è aumentato del 15% (grafico 6, diagramma di sinistra).

La crescita degli utili, soprattutto nel settore finanziario, alimenta la ripresa

Le prospettive per gli utili societari, migliorate in marzo, hanno sorretto la ripresa dei listini azionari (grafico 7, diagramma di sinistra), trainata in particolare dai titoli del settore finanziario, che avevano guidato i forti ribassi della parte precedente dell'anno. I risultati per il primo trimestre, superiori alle previsioni per una serie di importanti società finanziarie su entrambe le sponde dell'Atlantico, hanno fornito riscontri tangibili di una possibile stabilizzazione del settore (tabella 1). I redditi da interessi sono stati sorretti sia

Utili, corsi azionari e rapporti prezzo/utigli



dall'accentuata inclinazione delle curve dei rendimenti sia dall'ampliamento degli spread di mercato, mentre il recupero dell'attività di *investment banking* ha fornito un contributo significativo anche ai proventi delle banche, specie alla luce dell'impennata delle emissioni di titoli di debito durante i primi mesi dell'anno. Su tale sfondo, il sottoindice dell'S&P 500 relativo al settore finanziario è tornato ad aumentare dopo aver toccato i minimi da 17 anni, evidenziando un incremento del 96% tra i primi di marzo e la fine di maggio (grafico 6, diagramma centrale). Le quotazioni azionarie del settore finanziario nelle borse del Regno Unito e di altri paesi europei sono salite di circa il 90% nello stesso periodo. Anche i titoli finanziari giapponesi hanno messo a segno una ripresa, seppur inferiore.

La qualità e la sostenibilità della redditività bancaria sono state nondimeno oggetto di interrogativi. In primo luogo, le nuove linee guida statunitensi sulla contabilizzazione ai prezzi correnti di mercato introdotte agli inizi di aprile (ma applicabili retroattivamente ai periodi di segnalazione terminanti il 15 marzo 2009) potrebbero aver fornito alle banche un sostegno temporaneo per i risultati del primo trimestre, concedendo loro maggiore flessibilità nella determinazione del *fair value* delle attività per cui non esisteva un mercato attivo o il cui prezzo rifletteva vendite precipitose. In secondo luogo, la scelta di trasferire determinate attività dalla categoria "a fini di negoziazione" a quella "detenute fino a scadenza", operata nella seconda metà del 2008 da alcune banche statunitensi ed europee, aveva consentito loro di evitare la contabilizzazione piena delle perdite di valore nei risultati del primo trimestre 2009. In terzo luogo, era possibile che il forte aumento delle commissioni rivenienti dall'attività di sottoscrizione obbligazionaria si rivelasse transitorio se tale attività avesse perso slancio nei mesi successivi. Quel che è più importante, continuavano a destare preoccupazione le attese di ulteriori perdite su crediti nei trimestri a venire.

Di riflesso a questi dubbi, in alcuni casi anche risultati generalmente positivi hanno suscitato reazioni di mercato negative. Il prezzo delle azioni di Bank of America è ad esempio diminuito sensibilmente il 20 aprile, evidenziando una performance inferiore rispetto a quella delle concorrenti, nonostante la banca avesse comunicato un utile netto di \$4,2 miliardi e un utile diluito per azione di \$0,44 nel primo trimestre (in rialzo sul periodo corrispondente del 2008, quando i rispettivi valori erano stati di \$1,2 e 0,23 miliardi). Inoltre, diverse importanti istituzioni finanziarie hanno continuato ad annunciare perdite considerevoli (ad esempio, UBS il 15 aprile e Morgan Stanley il 22 aprile; cfr. tabella 1).

Ciò detto, le incertezze sono state attenuate in qualche misura dagli ulteriori interventi ufficiali tesi a fronteggiare i problemi del settore finanziario. A fine febbraio l'introduzione dell'Asset Protection Scheme nel Regno Unito ha limitato i rischi verso il basso in capo agli azionisti. Attraverso tale programma il Tesoro britannico ha offerto a tutte le istituzioni partecipanti una copertura dalle perdite su crediti (eccedenti un importo di prima perdita concordato) relativamente a uno o più portafogli di attività definiti. Il 23 marzo il tanto atteso annuncio dei dettagli relativi al nuovo programma PPIP statunitense ha destato reazioni molto positive da parte del mercato; anche la pubblicazione, il

Permangono dubbi circa la redditività delle banche ...

... ma le incertezze per la stabilità del settore finanziario sembrano diminuite

7 maggio, dei risultati delle prove di stress condotte nel paese ha fornito sollievo. Questi risultati mostravano che, in base allo scenario “più negativo”, 10 delle 19 istituzioni partecipanti avrebbero dovuto raccogliere un totale di \$74,6 miliardi per tutelarsi contro le perdite potenziali fino alla fine del 2010. Poiché tale fabbisogno di capitale è stato ritenuto gestibile, i titoli azionari del settore finanziario hanno segnato notevoli rialzi (cfr. anche la successiva sezione sui mercati creditizi). Le migliorate condizioni sui mercati azionari hanno altresì agevolato la raccolta di capitali da parte delle banche: l'8 maggio Morgan Stanley e Wells Fargo hanno immediatamente realizzato un aumento di capitale con l'emissione di azioni ordinarie per oltre \$12 miliardi. Nelle giornate successive molte altre banche, comprese alcune ritenute sufficientemente capitalizzate in base alle prove di stress, hanno annunciato l'offerta di azioni ordinarie (o di conversione di azioni privilegiate in azioni ordinarie) e il rimborso dei fondi pubblici ricevuti.

Le volatilità implicite ripiegano verso i livelli precedenti il dissesto di Lehman Brothers

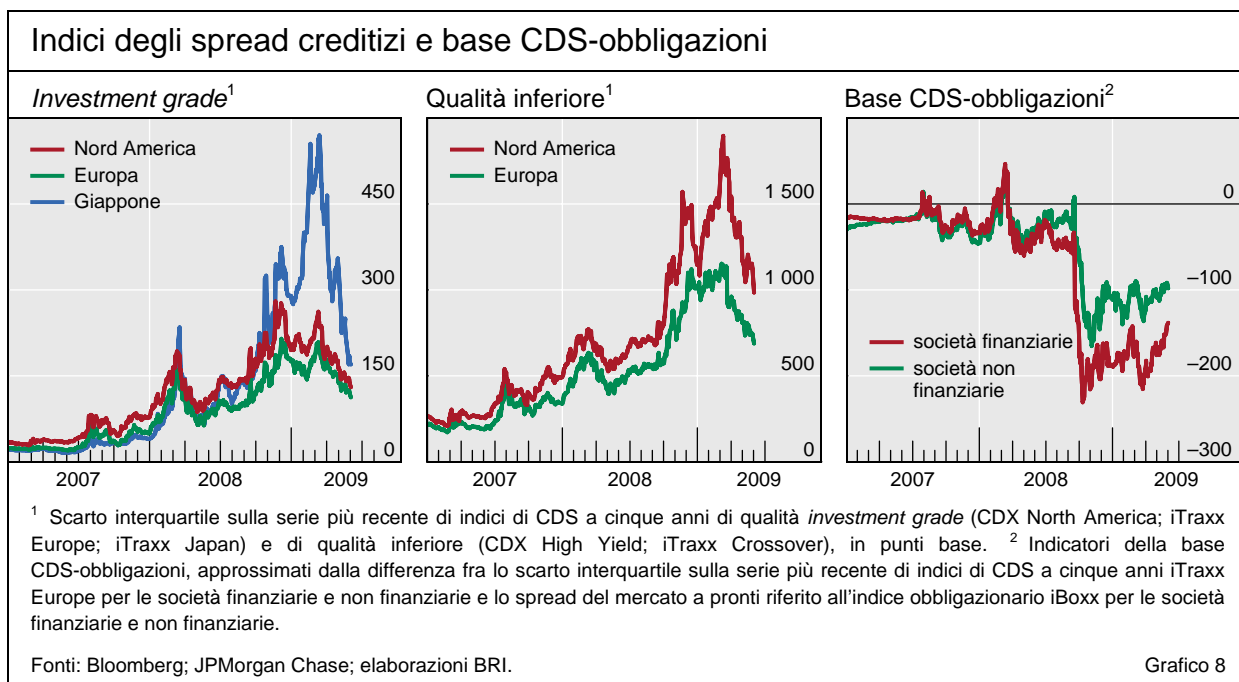
La minore incertezza nel settore finanziario ha trovato riflesso in un calo della volatilità implicita nelle opzioni su titoli azionari (grafico 6, diagramma di destra). Ad esempio l'indice VIX, che l'8 aprile era salito a oltre 40, il 19 maggio è sceso al disotto di 30 per la prima volta dal tracollo di Lehman Brothers, senza tuttavia registrare ulteriori diminuzioni nel resto del mese.

Oltre che nel settore finanziario, anche in altri settori ciclici come quello industriale e dei beni di consumo discrezionali i corsi azionari sono tornati a salire nel periodo in rassegna. Nei settori non ciclici (ad esempio beni di consumo primari, sanità e servizi di pubblica utilità) le quotazioni hanno invece continuato a scendere rispetto agli inizi dell'anno, soprattutto in Giappone (grafico 7, diagramma centrale). Nel complesso, i rapporti prezzo/utili sono aumentati, pur restando bassi in base ai parametri degli ultimi due decenni (grafico 7, diagramma di destra).

I mercati creditizi alla ricerca di una stabilizzazione

I mercati creditizi si risolleivano sulla scia di quelli azionari

Facendo seguito al rialzo dei corsi azionari, da metà marzo a fine maggio i mercati creditizi hanno evidenziato una forte ripresa, aiutati anche dall'aumento della fiducia degli investitori di fronte agli ulteriori interventi ufficiali e ai segnali di stabilizzazione del sistema finanziario (cfr. le precedenti sezioni sui mercati dei titoli pubblici e sui mercati azionari). Gli spread applicati alle banche statunitensi si sono decisamente ristretti quando, in anticipo rispetto alla pubblicazione ufficiale degli inizi di maggio, è divenuto apparente il tenore generale dei risultati delle prove di stress. Gli indicatori della tolleranza al rischio degli investitori sono sensibilmente migliorati nel periodo, in parallelo con le previsioni di calo dei tassi di insolvenza futuri. I differenziali sono tuttavia rimasti generalmente superiori a quelli precedenti il tracollo di Lehman Brothers. Anche l'attività di emissione è porsa debole, soprattutto nel mercato degli *asset-backed securities* (ABS) e della *commercial paper* (CP).

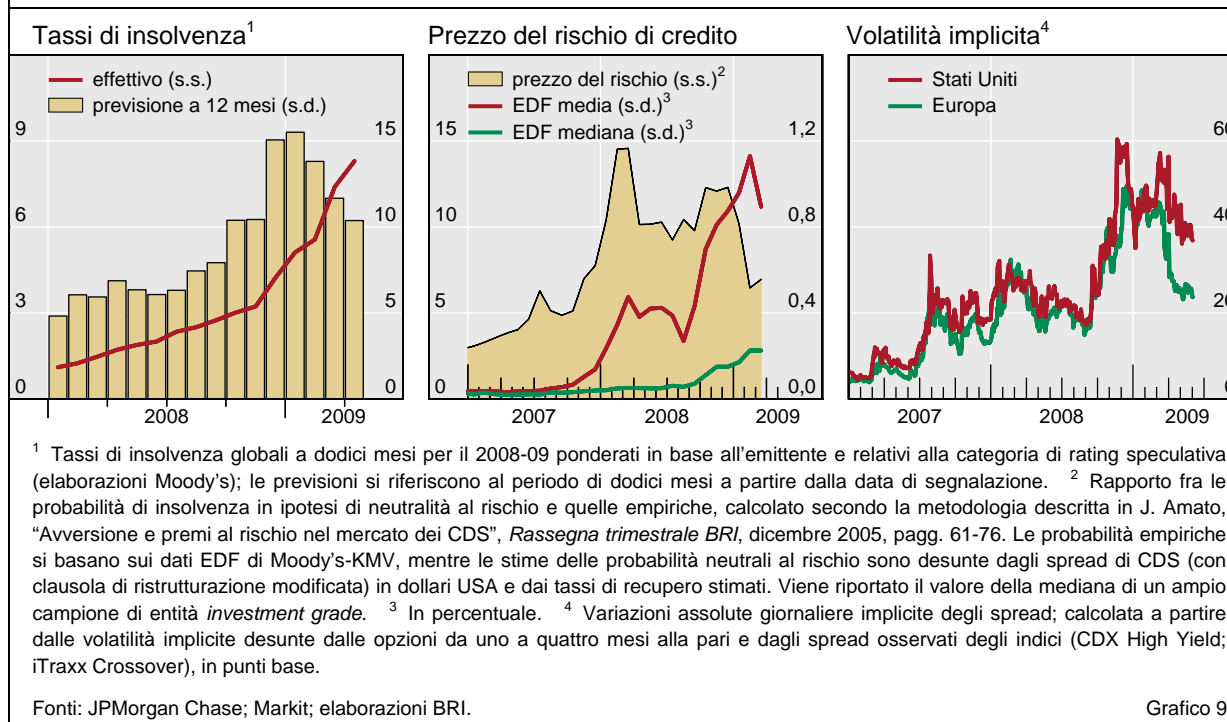


Gli spread nel comparto di qualità inferiore all'*investment grade* – che avevano raggiunto un massimo storico agli inizi di marzo – si sono ridotti più di quelli del comparto di qualità bancaria nel periodo in esame (grafico 8, diagrammi di sinistra e centrale), di riflesso in parte alle migliorate prospettive riguardo ai tassi di insolvenza. Benché questi ultimi abbiano di fatto continuato ad aumentare rispetto ai valori molto bassi degli inizi del 2008, i tassi previsti dagli operatori hanno iniziato a scendere dai primi del 2009, sorretti da dati economici e annunci sugli utili meno negativi del previsto (grafico 9, diagramma di sinistra). Il restringimento degli spread ha coinciso anche con una ripresa degli indicatori della tolleranza al rischio degli investitori. La volatilità implicita nelle opzioni su indici di CDS (soprattutto europei) è diminuita nettamente fino al secondo trimestre, a indicare un calo dell'incertezza circa i movimenti a breve degli spread creditizi (grafico 9, diagramma di destra). Inoltre, la stima della tolleranza al rischio degli investitori nei mercati creditizi, calcolata come rapporto tra le probabilità di insolvenza degli emittenti *investment grade* implicite negli spread creditizi (in ipotesi di neutralità al rischio) e quelle basate sui dati empirici, è migliorata notevolmente agli inizi del 2009 (grafico 9, diagramma centrale).

La tolleranza al rischio torna ad aumentare ...

A fine maggio lo spread relativo all'indice CDX statunitense a cinque anni del comparto dell'alto rendimento era sostanzialmente inferiore, di circa 820 punti base, al massimo storico degli inizi di marzo, pari a circa 1 900 punti base (grafico 8, diagramma centrale). Ciononostante, restava ben al di sopra del livello antecedente il fallimento di Lehman Brothers. I corrispondenti spread nel comparto *investment grade* erano scesi di circa 125 punti base, a 138 punti base, un livello quasi equivalente a quello osservato prima del tracollo della banca statunitense (grafico 8, diagramma di sinistra). Anche gli indici dei CDS europei sono notevolmente calati, in misura maggiore nel comparto di qualità più bassa rispetto a quello di qualità superiore. Gli spread giapponesi nel segmento *investment grade*, che si erano ampliati in misura considerevole fino

Tassi di insolvenza, prezzo del rischio e volatilità degli spread creditizi



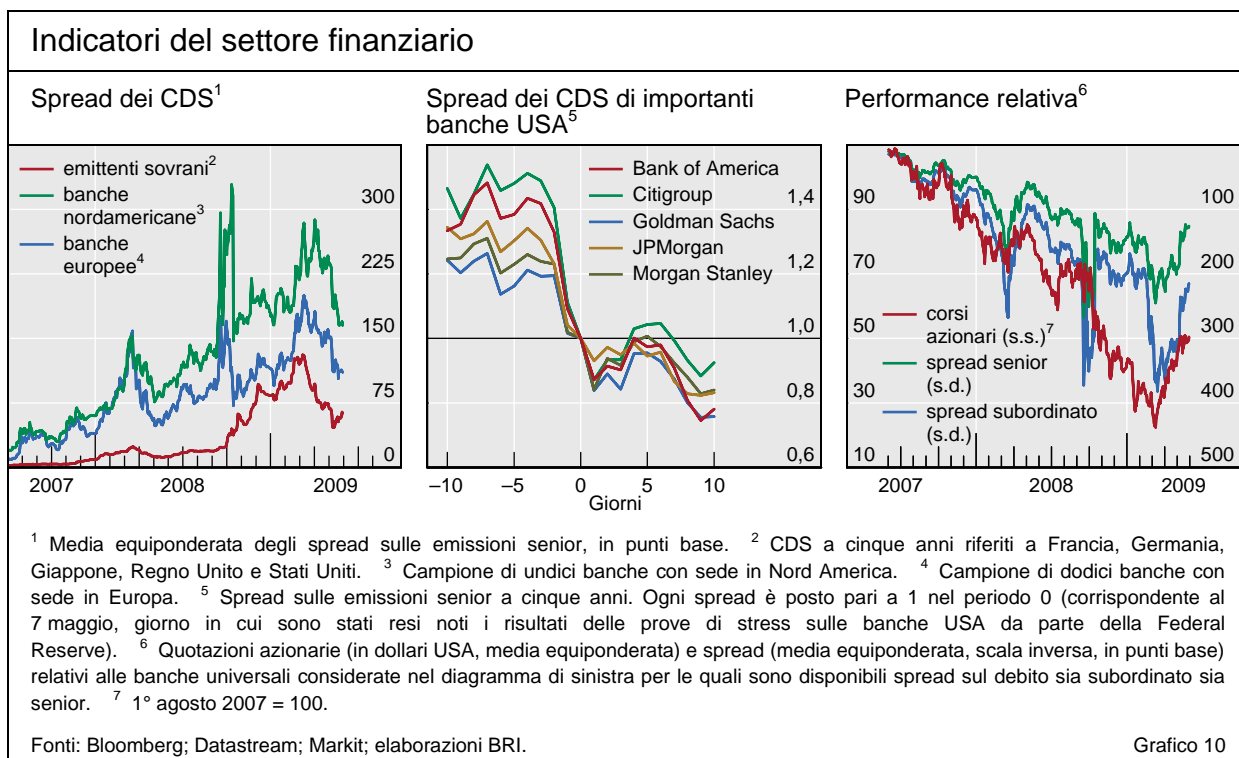
ai primi di marzo in parte per effetto del rapido indebolimento dei dati economici, hanno perso 395 punti base rispetto al picco degli inizi di marzo, portandosi a 175 punti base.

... ma nei mercati persistono disfunzioni

Nonostante l'evoluzione generalmente positiva delle condizioni nei mercati creditizi, la base CDS-obbligazioni (vale a dire il differenziale di prezzo tra i contratti CDS e le corrispondenti obbligazioni del mercato a pronti) per i principali indici ha registrato un miglioramento solo modesto dagli inizi di marzo e resta nettamente negativa (grafico 8, diagramma di destra). Ciò sta a indicare che opportunità di arbitraggio potenzialmente considerevoli non sono state sfruttate a causa di problemi di funzionamento dei mercati.

Gli spread del settore finanziario, in particolare quelli sulle emissioni subordinate delle principali banche, si sono notevolmente ridotti da metà marzo in linea con la ripresa dei corsi azionari (grafico 10, diagramma di destra). Ciò detto, i radicati timori per la qualità e la sostenibilità della redditività bancaria hanno continuato a influire più sugli spread creditizi che sui titoli azionari delle banche statunitensi, nonostante l'iniezione di oltre \$900 miliardi di capitali dal terzo trimestre 2007 (cfr. la precedente sezione sui mercati azionari). Gli spread sulle banche USA sono rimasti ampi fino agli inizi di maggio, riflettendo principalmente le incertezze circa l'esito delle prove di stress (grafico 10, diagramma di sinistra). Quando, in anticipo rispetto alla pubblicazione ufficiale del 7 maggio, il tenore generale dei risultati di tali prove è divenuto apparente, i differenziali relativi alle banche statunitensi si sono nettamente ampliati (grafico 10, diagrammi di sinistra e centrale). Gli spread relativi alle banche europee hanno invece continuato a restringersi durante tutto l'arco di tempo considerato.

I risultati delle prove di stress fanno scendere gli spread sulle banche USA



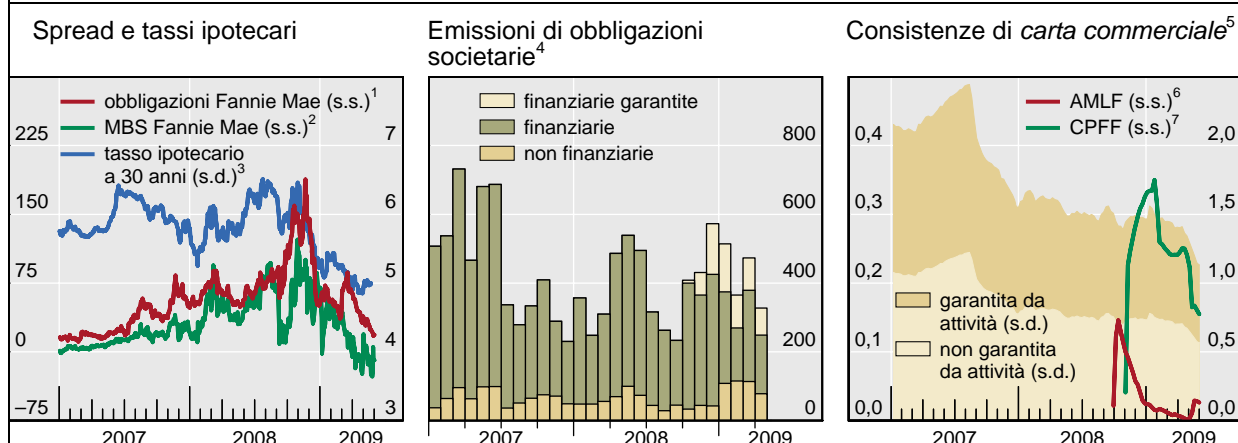
Nel periodo in rassegna le autorità hanno annunciato ulteriori misure a favore del settore creditizio e dei mercati connessi (tabella 1; cfr. anche la precedente sezione sui mercati dei titoli pubblici). Il 3 marzo la Federal Reserve ha varato la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), intesa a fornire fino a \$200 miliardi di prestiti ai detentori ammessi di ABS con rating AAA garantiti da prestiti per l'acquisto di autoveicoli, finanziamenti connessi con carte di credito, prestiti agli studenti e crediti alle piccole e medie imprese. Il 18 marzo la Federal Reserve ha inoltre manifestato l'intenzione di acquistare sia titoli del Tesoro, sia \$750 miliardi addizionali di *mortgage-backed securities* (MBS), nonché di potenziare gli acquisti di titoli di debito emessi dalle agenzie federali, per un massimo di \$100 miliardi. In Europa, il 5 marzo la Bank of England ha annunciato l'acquisto di attività del settore privato e il 7 maggio la BCE si è dichiarata disposta ad acquistare *covered bond*.

Il ruolo delle misure ufficiali nella stabilizzazione finanziaria è evidenziato in particolare dal prezzo dei mutui ipotecari e dagli strumenti collegati a cartolarizzazioni statunitensi. I tassi ipotecari applicati ai mutui trentennali ordinari sono scesi ancora, a circa il 5% (grafico 11, diagramma di sinistra). Su tale sfondo, sempre più prenditori che riunivano le condizioni necessarie sono passati a rifinanziare il proprio debito accendendo prestiti ipotecari a tassi inferiori. Gli spread sui titoli assistiti da ipoteca emessi da agenzie federali, in calo da fine novembre dopo l'annuncio degli acquisti in via definitiva da parte della Federal Reserve, sono scesi a un minimo storico a fine maggio (grafico 11, diagramma di sinistra). Una tendenza analoga è stata osservata nei mercati degli ABS garantiti da prestiti al consumo. Ciò detto, le statistiche della Securities Industry and Financial Markets Association mostrano che nel primo trimestre i collocamenti totali di ABS negli Stati Uniti sono scesi di oltre il 70%

Gli interventi ufficiali trainano il processo di stabilizzazione ...

... ma i collocamenti di ABS restano deboli

Stati Uniti: mercati ipotecari, delle obbligazioni societarie e della *commercial paper*



¹ Indice elaborato da JPMorgan; spread rispetto ai titoli del Tesoro USA relativo ai titoli a due anni di più recente emissione, in punti base. ² Indice elaborato da JPMorgan; spread sul Libor rettificati per le opzioni, in punti base. ³ Mutui ipotecari ordinari a tasso fisso; media nazionale, in percentuale. ⁴ Titoli di debito consorziali nazionali e internazionali collocati da emittenti privati, in miliardi di dollari USA. L'allocazione settoriale si basa sulle caratteristiche dell'emittente immediato. ⁵ In trilioni di dollari USA. ⁶ Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility. ⁷ Consistenze nette di portafoglio della Commercial Paper Funding Facility.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Bloomberg; Dealogic; JPMorgan Chase.

Grafico 11

sul periodo corrispondente, a meno di \$15 miliardi, mentre quelli di titoli collegati a ipoteche hanno registrato una flessione molto più modesta (di circa il 6%, a \$366 miliardi).

Anche i mercati del debito e della CP ristagnano

Anche altri mercati hanno continuato a mostrarsi deboli. In quelli primari dei titoli di debito, le emissioni lorde di titoli collegati a prestiti consorziali non garantiti effettuate dalle società finanziarie in aprile sono notevolmente diminuite sul periodo corrispondente – di oltre il 60%, a \$156 miliardi – e i collocamenti delle società non finanziarie sono saliti sulla stessa base di circa l'11% (grafico 11, diagramma centrale). Inoltre, nel mercato della CP l'attività ha continuato a ristagnare e a fine maggio i volumi totali in essere risultavano pari a circa \$1,3 trilioni, un livello non più osservato dall'ultima parte del 2004 (grafico 11, diagramma di destra).

Gli interventi ufficiali hanno continuato a soddisfare le esigenze di liquidità sul mercato della CP, sebbene in misura inferiore al passato. Le disponibilità di CP nel contesto della Commercial Paper Funding Facility (CPFF) della Federal Reserve sono diminuite ulteriormente, da circa \$240 miliardi a fine febbraio a circa \$150 miliardi a fine maggio, riflettendo l'allentarsi delle tensioni nell'insieme del mercato monetario (grafico 11, diagramma di destra; cfr. anche la precedente sezione sui mercati dei titoli pubblici). L'utilizzo della Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) introdotta dalla Federal Reserve è invece salito a \$29 miliardi ai primi di maggio, il livello massimo da dicembre. Ciò ha fatto seguito alla decisione di Standard & Poor's di porre in *negative watch* il rating di oltre 20 società finanziarie statunitensi, dopo che a fine aprile la Federal Reserve aveva modificato i criteri di idoneità dell'AMLF, escludendo dalle attività con rating A1, F1 e P1 ammesse quelle in *negative watch*.

I mercati emergenti traggono slancio dagli impegni multilaterali

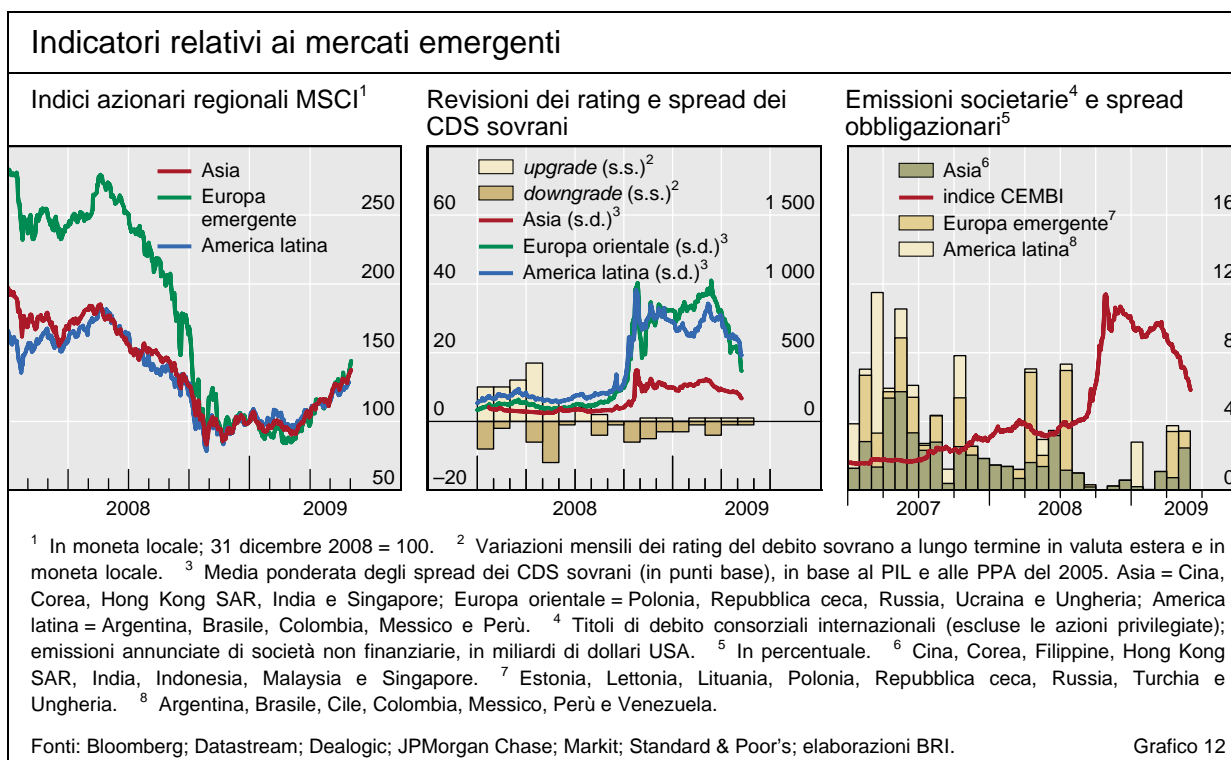
Gli investitori sono tornati a mostrare interesse anche per le attività dei mercati emergenti. Tra fine febbraio e fine maggio l'indice azionario MSCI Emerging Markets è cresciuto del 38%, sopravanzando di 15 punti percentuali l'aumento dell'indice mondiale dei mercati azionari maturi. La performance delle economie emergenti è stata generalmente migliore di quella delle economie mature anche nei mercati del credito. A fine maggio gli spread sul debito sovrano di numerosi mercati emergenti erano ridiscesi su livelli prossimi, ma solo in pochi casi (ad esempio Filippine, Malaysia, Thailandia e Turchia per i CDS a cinque anni) uguali, a quelli osservati alla vigilia del dissesto di Lehman Brothers.

Gli investitori ritrovano interesse per i mercati emergenti

Le economie emergenti dell'Europa centrale e orientale, che avevano attraversato una fase di massicce vendite in gennaio e febbraio, hanno messo a segno la ripresa più decisa. L'indice azionario MSCI Emerging Markets Eastern Europe – che copre Polonia, Repubblica Ceca, Russia e Ungheria – è salito del 58% tra fine febbraio e fine maggio, mentre i corrispondenti indici per l'Asia e l'America latina hanno guadagnato rispettivamente il 43 e 32% (grafico 12, diagramma di sinistra). L'attenuarsi delle tensioni sui mercati è apparso evidente anche nell'apprezzamento delle monete della regione, oltre che nella significativa riduzione degli spread sul debito sovrano (grafico 12, diagramma centrale). Tra i primi eventi che hanno concorso a migliorare le condizioni figurano gli interventi verbali delle tre banche centrali dell'area centroeuropea e l'impegno dell'Unione europea ad aiutare i singoli Stati membri in difficoltà (tabella 2).

Si allentano le tensioni nell'Europa emergente

La fiducia degli investitori nei mercati emergenti più in generale è stata sorretta anche dalla decisione del G20 di incrementare le risorse dell'FMI, per



Cronologia essenziale degli eventi nei mercati emergenti durante il periodo in esame

23 febbraio	Le banche centrali di Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria intervengono verbalmente.
27 febbraio	Un gruppo di investitori e finanziatori multilaterali si impegna a fornire fino a €24,5 miliardi per aiutare i sistemi bancari dell'Europa centrale e orientale. L'Indonesia vende \$3 miliardi di obbligazioni sovrane in due tranche, la più grande operazione realizzata in Asia (Giappone escluso) dal novembre 2003.
1° marzo	Vertice dell'UE: i governi si impegnano a fornire aiuti ai singoli Stati membri dell'Europa orientale e a rispettare le regole del mercato unico.
5 marzo	Il Primo Ministro cinese dichiara che la Cina raggiungerà l'obiettivo di una crescita economica dell'8% per quest'anno, ma non annuncia alcun incremento della spesa al di là del piano di investimento da CNY 4 trilioni reso noto in novembre.
11 marzo	Le banche centrali di Cina e Bielorussia annunciano il raggiungimento di un accordo bilaterale per l'istituzione di una linea di swap in valuta da CNY 20 miliardi/BYR 8 000 miliardi sull'arco di tre anni, il quarto accordo di questo tipo dal dicembre 2008.
12 marzo	Le divise dell'Europa centrale si apprezzano nettamente sul franco svizzero.
23 marzo	Le banche centrali di Cina e Indonesia annunciano il raggiungimento di un accordo bilaterale per l'istituzione di una linea di swap in valuta da CNY 100 miliardi/IDR 175 trilioni sull'arco di tre anni.
24 marzo	Il Comitato esecutivo dell'FMI approva un'articolata riforma del quadro per l'erogazione dei prestiti, compresa l'introduzione di una nuova linea di credito, la Flexible Credit Line (FCL).
25 marzo	Il Comitato esecutivo dell'FMI completa il primo riesame dei risultati raggiunti in Ungheria nel quadro dell'accordo <i>stand-by</i> , consentendo l'esborso immediato di DSP 2,11 miliardi (corrispondenti a circa €2,35 miliardi). La Romania dichiara di attendere un pacchetto di sostegno per €20 miliardi da parte delle agenzie multilaterali.
29 marzo	Le banche centrali di Cina e Argentina sottoscrivono un accordo per l'istituzione di una linea bilaterale di swap in valuta da CNY 70 miliardi/ARS 38 miliardi sull'arco di tre anni (formalmente annunciata il 2 aprile).
1° aprile	Il Messico è il primo paese a manifestare interesse per la nuova FCL dell'FMI (un programma di un anno per \$47 miliardi viene successivamente approvato il 17 aprile). La Banca asiatica di sviluppo decide di ampliare il proprio programma di finanziamento al commercio, offrendo sostegno per un massimo di \$15 miliardi fino al 2013.
2 aprile	Il G20 decide di stanziare ulteriori \$850 miliardi per sostenere la crescita nelle economie emergenti e in via di sviluppo attraverso l'FMI e le banche multilaterali di sviluppo.
3 aprile	Il Banco de México annuncia l'intenzione di attivare la linea di swap da \$30 miliardi con la Federal Reserve e di condurre un'asta per l'aggiudicazione di \$4 miliardi a 264 giorni il 21 aprile.
7 aprile	La Corea del Sud si prefigge di raccogliere circa \$2 miliardi con la prima vendita di titoli di debito sovrani in tre anni.
14 aprile	La Polonia manifesta interesse per la FCL (un programma annuale da \$20,6 miliardi viene successivamente approvato il 6 maggio). La Russia esprime l'intenzione di finanziarsi sui mercati internazionali per la prima volta in dieci anni.
20 aprile	La Colombia manifesta interesse per la FCL (un programma annuale da \$10,5 miliardi viene successivamente approvato l'11 maggio).
30 aprile	La Banca asiatica di sviluppo, forte della triplicazione della base patrimoniale approvata dagli azionisti, intende stanziare ulteriori \$3 miliardi a favore delle economie che faticano a reagire alla crisi finanziaria e \$10 miliardi, da erogare nei due anni successivi, al finanziamento di progetti.
1° maggio	Il Messico avvia un blocco dell'economia di cinque giorni in risposta all'epidemia di influenza H1N1.
3 maggio	I Ministri finanziari dei paesi del gruppo ASEAN allargato (ASEAN Plus Three) annunciano il raggiungimento di un accordo su tutte le componenti principali della Chiang Mai Initiative Multilateralisation (CMIM), dell'importo di \$120 miliardi.
4 maggio	Il Comitato esecutivo dell'FMI approva un accordo <i>stand-by</i> di 24 mesi da DSP 11,4 miliardi (circa \$12,9 miliardi) a favore della Romania.
8 maggio	Il Comitato esecutivo dell'FMI completa il primo riesame dei risultati raggiunti in Ucraina nel quadro dell'accordo <i>stand-by</i> e approva il rilascio immediato di DSP 1,9 miliardi (circa \$2,8 miliardi).
Fonti: ASEAN; FMI; <i>Financial Times</i> ; Reuters; siti internet delle banche centrali.	
Tabella 2	

aiutarlo a fronteggiare meglio le potenziali esigenze delle economie emergenti e in via di sviluppo nella crisi in atto. Tra le nuove iniziative dell’FMI, la Flexible Credit Line (FCL) – intesa a fornire alle economie con politiche sane un aiuto tempestivo e non gravato da condizioni onerose – è stata accolta con favore sia dai mercati emergenti sia dagli investitori. A un mese dalla sua introduzione, tre paesi (Colombia, Messico e Polonia) avevano già manifestato il proprio interesse e successivamente ottenuto l’apertura di linee di credito per un valore complessivo di oltre \$77 miliardi. Anche altre organizzazioni multilaterali si sono adoperate per potenziare la loro capacità di sostenere le economie emergenti e in via di sviluppo (tabella 2).

L’impegno delle organizzazioni multilaterali sostiene la fiducia

Oltre a beneficiare dell’accresciuto impegno delle organizzazioni multilaterali, i mercati emergenti si sono adoperati per rafforzare altri meccanismi cautelativi. La banca centrale cinese ha ad esempio concluso in marzo tre nuovi accordi bilaterali di swap (con Argentina, Bielorussia e Indonesia), allo scopo di ridurre la dipendenza dalle monete principali nel regolamento dei flussi commerciali internazionali. I paesi del gruppo ASEAN allargato (ASEAN Plus Three) hanno altresì deciso di rendere multilaterale l’iniziativa Chiang Mai, fino ad allora composta da una serie di accordi bilaterali di swap. Il nuovo strumento multilaterale riunirà \$120 miliardi e sarà disciplinato da un unico accordo quadro.

I mercati emergenti rafforzano anche altri meccanismi cautelativi

La resilienza dei mercati emergenti nel periodo in esame è stata dimostrata anche dal limitato impatto dello scoppio e della diffusione dell’influenza H1N1 a fine aprile. Il Messico, epicentro dell’episodio, ha visto il suo indice azionario principale perdere fino al 5% e il peso indebolirsi di oltre il 4% sul dollaro USA il 27 aprile, ma la reazione di mercato negativa si è rivelata transitoria. Il 4 maggio sia l’indice azionario sia il cambio del peso erano tornati sui livelli precedenti l’escalation dell’influenza.

La buona tenuta dei mercati emergenti ...

In questo migliorato contesto, le emissioni di titoli di debito dei mercati emergenti sono aumentate. Diversi emittenti sovrani si sono riaffacciati sui mercati internazionali (o hanno annunciato l’intenzione di farlo) durante il periodo in esame (tabella 2). Tuttavia, i collocamenti internazionali degli emittenti societari non sembrano aver tenuto il passo (grafico 12, diagramma di destra). Le emissioni di titoli collegati a prestiti consorziali da parte di società non finanziarie sono aumentate notevolmente in marzo e aprile, ma in larga misura per effetto dei collocamenti sul mercato interno. La raccolta delle società finanziarie si è invece mantenuta relativamente modesta.

... si accompagna a una ripresa delle emissioni di titoli di debito ...

Anche i flussi finanziari verso i mercati emergenti hanno rispecchiato il riaccendersi della propensione al rischio. Le statistiche mensili di bilancia dei pagamenti relative al Brasile mostrano ad esempio che, dopo essersi collocati su valori ingenti nell’ultimo trimestre 2008, nel trimestre successivo i deflussi netti per investimenti di portafoglio e di altra natura (per lo più bancari) da parte di non residenti sono diminuiti. I flussi netti per investimenti di altro tipo e azionari sono addirittura diventati positivi, rispettivamente in febbraio e marzo. Una riduzione dei flussi netti in uscita o i primi segnali di flussi netti in entrata sono stati osservati anche in altre economie, come Corea e Polonia (cfr. anche la monografia di Jara et al. in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*).

... e a una riduzione dei deflussi finanziari netti