

## Quadro generale degli sviluppi: il disimpegno degli investitori dal mercato del credito provoca una contrazione della liquidità

I timori per le esposizioni ai prestiti ipotecari statunitensi hanno gravemente perturbato i mercati finanziari mondiali nel periodo da fine maggio al 24 agosto 2007, quando le crescenti perdite su prodotti collegati ai mutui si sono propagate ai mercati di altre attività rischiose. Al diffondersi dell'incertezza circa l'entità e la distribuzione delle perdite all'interno del sistema finanziario, gli investitori sono corsi ai ripari e la domanda di liquidità ha subito un'impennata. Ciò ha provocato un'accentuata stretta creditizia nei principali mercati finanziari, inducendo le banche centrali di tutto il mondo a effettuare ingenti iniezioni di liquidità.

Per effetto del calo di fiducia riguardo alla valutazione degli strumenti collegati a mutui e dei prodotti strutturati, i differenziali di rendimento sono fortemente aumentati per tutte le tipologie creditizie, coinvolgendo in misura crescente i prodotti con rating più elevato e le attività non creditizie. Il prezzo del rischio di credito, una misura della propensione degli investitori ad assumere esposizioni al mercato creditizio, ha segnato un balzo, a indicare che la rivalutazione in corso era dovuta in larga parte al mutato atteggiamento degli investitori riguardo al rischio.

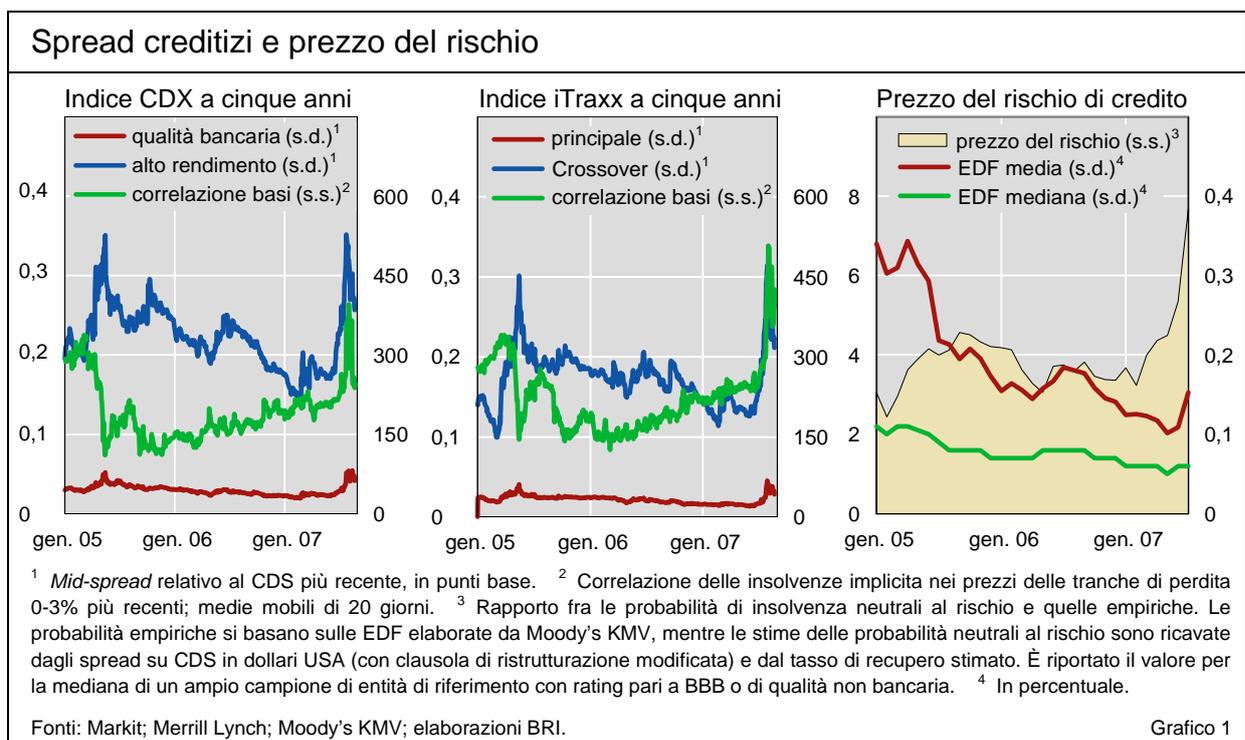
I rendimenti dei titoli di Stato hanno subito un drastico calo allorché gli investitori si sono disfatti delle attività rischiose, puntando sulla relativa sicurezza offerta dai titoli pubblici. Le pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari sembrano aver rispecchiato anche una riconsiderazione dei rischi per le prospettive di crescita, alla luce del deterioramento del mercato immobiliare statunitense, nonché l'intensificarsi delle preoccupazioni per una stretta creditizia sulla scia delle turbolenze nei mercati creditizi. Oltre all'impatto sui rendimenti obbligazionari, l'effetto combinato prodotto dalla fuga verso la sicurezza e dalla crescente domanda di liquidità si è manifestato in una sensibile flessione dei tassi sui buoni del Tesoro, intervenuta in concomitanza con un considerevole aumento di quelli interbancari del mercato monetario.

Sotto il peso delle crescenti perdite dovute alla rivalutazione del rischio di credito, i mercati azionari sono stati investiti da un'ondata di vendite, che ha colpito in particolare i titoli collegati al mercato immobiliare e al settore

finanziario. In linea con il netto calo della propensione al rischio, le stime della tolleranza al rischio implicita nel mercato azionario sono crollate. I mercati valutari hanno parimenti registrato un sostanziale aumento della volatilità, ascrivibile alla repentina liquidazione delle operazioni di *carry trade*. Le azioni e le obbligazioni dei mercati emergenti, nondimeno, hanno dato prova di discreta tenuta, grazie a condizioni economiche sostanzialmente favorevoli.

## Ondata di vendite sui mercati del credito con la rivalutazione delle esposizioni ipotecarie

I mercati del credito mondiali sono stati interessati da una considerevole volatilità e da un ampliamento netto e generalizzato degli spread allorché le incertezze circa l'entità e la distribuzione delle perdite derivanti dalle esposizioni ai mutui ipotecari *subprime* USA hanno indotto gli investitori ad aggiustare le loro posizioni. Tra la fine di maggio e gli ultimi di luglio 2007 l'indice CDX statunitense a cinque anni relativo al comparto dell'alto rendimento è aumentato di 270 punti base, a circa 525, mentre il corrispondente indice per la qualità bancaria è cresciuto di circa 45 punti base, raggiungendo un massimo di 81 agli inizi di agosto. In Europa l'indice CDS iTraxx Crossover a cinque anni è salito di 280 punti base, situandosi a 471 alla fine di luglio, mentre quello principale iTraxx Europe *investment grade* ha segnato un incremento di 48 punti base, toccando un massimo di 68. Tutti e quattro gli indici hanno così superato i livelli segnati durante la fase di vendite della primavera 2005. Al 24 agosto gli spread creditizi erano scesi leggermente rispetto ai picchi raggiunti, ma rimanevano superiori di oltre il 70% ai minimi osservati ai primi di giugno (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale).



I segnali di tensione nei mercati dei mutui *subprime* ...

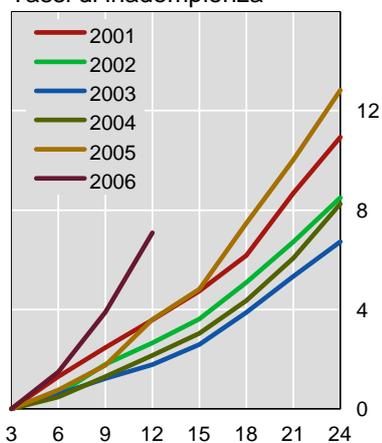
Gli incrementi degli spread hanno coinciso con una significativa riduzione della propensione al rischio degli investitori. Il prezzo del rischio di credito, calcolato a partire dalle probabilità di insolvenza neutrali al rischio e da quelle empiriche relative alle società di qualità non bancaria, ha evidenziato un pronunciato aumento (grafico 1, diagramma di destra). Al contempo, le correlazioni delle insolvenze implicite nelle tranche di indici hanno superato i massimi toccati in febbraio. Nella misura in cui ha rispecchiato un aumento del peso attribuito dagli investitori a fattori di rischio sistematici rispetto a fattori specifici del credito, tale andamento indicava un aumento delle aspettative di una svolta nel ciclo creditizio.

... innescano una brusca rivalutazione dei titoli garantiti da ipoteca

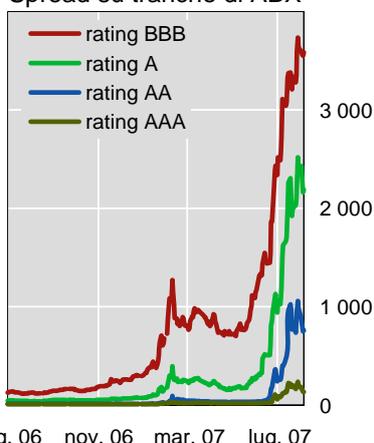
La generale riconsiderazione del rischio di credito è avvenuta in tre fasi, a cominciare da metà giugno. Gli elementi scatenanti immediati della prima fase sono stati i rinnovati segnali di tensione nel mercato ipotecario *subprime* statunitense. Il 15 giugno Moody's ha ridotto il rating di 131 titoli garantiti da mutui residenziali *subprime* a causa dei crescenti livelli di inadempienza sui prestiti sottostanti (grafico 2, diagramma di sinistra). L'agenzia di valutazione ha inoltre annunciato che il rating di 250 titoli assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) sarebbe stato riesaminato in vista di un possibile declassamento. A tale annuncio ha fatto seguito, il 20 giugno, la notizia che due grandi hedge fund gestiti da Bear Stearns erano prossimi alla chiusura a causa delle esposizioni lorde per circa \$20 miliardi che detenevano verso titoli garantiti da mutui *subprime*. Questi eventi, unitamente ai timori per le vendite precipitose di titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS) basati su prestiti ipotecari, incluse *collateralised debt obligation* (CDO) contenenti tranche di ABS assistiti da mutui *subprime*, ha indotto un ampliamento degli spread su questi prodotti (grafico 2, diagrammi centrale e di destra). Nondimeno, l'allargamento degli spread sulle obbligazioni societarie è stato molto più contenuto.

### Mercato dei mutui ipotecari USA *subprime*

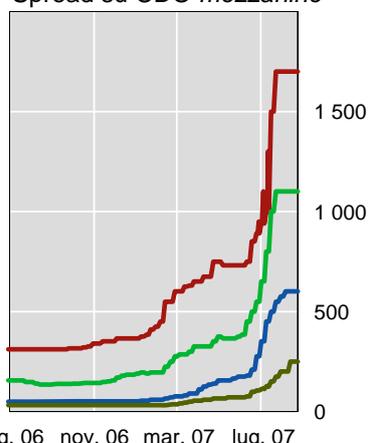
Tassi di inadempienza<sup>1</sup>



Spread su tranche di ABX<sup>2</sup>



Spread su CDO *mezzanine*<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Tassi di inadempienza (60 giorni e più) relativi ai mutui ipotecari *subprime* per anno campione, in percentuale. Sull'asse delle ascisse è riportata l'età del mutuo espressa in mesi. <sup>2</sup> Spread alla chiusura relativo all'indice JPMorgan Chase di attività garantite da mutui ipotecari residenziali a tasso variabile (ABX.HE 2006-2), in punti base. <sup>3</sup> Spread rispetto al Libor delle tranche di CDO garantite da tranche *mezzanine* di ABS, in punti base. L'impiego di quotazioni pregresse è indicativo di scarsa liquidità del mercato.

Fonti: JPMorgan Chase; LoanPerformance.

Grafico 2

Le perdite a fronte dei prestiti ipotecari sono peggiorate a partire dalla metà di luglio, allorché una serie di notizie negative sul mercato USA degli immobili residenziali ha provocato una seconda fase di correzioni più diffuse e pronunciate nei mercati del credito. Il 10 luglio S&P ha annunciato la revisione al ribasso del rating di ABS garantiti da ipoteche residenziali ed emessi nel 2006 per un valore di \$12 miliardi. Più tardi lo stesso giorno si è diffusa la notizia che Moody's stava abbassando i rating di obbligazioni ipotecarie *subprime* per \$5 miliardi e riesaminando quello di 184 tranche di CDO. L'indomani veniva reso noto che il numero dei pignoramenti nell'insieme degli

Con il peggioramento delle perdite connesse ai mutui ipotecari ...

Cronologia degli eventi fondamentali del periodo	
Data	Evento
15 giugno	Moody's declassa il rating di 131 ABS garantiti da mutui residenziali <i>subprime</i> e pone circa 250 obbligazioni sotto osservazione in vista di un possibile <i>downgrade</i> .
20 giugno	Le notizie fanno ritenere che due hedge fund gestiti da Bear Stearns e investiti in titoli garantiti da mutui <i>subprime</i> siano prossimi alla chiusura.
22 giugno	Uno degli hedge fund in difficoltà viene salvato mediante un'iniezione di credito da \$3,2 miliardi.
10 luglio	S&P pone in <i>rating watch</i> negativo \$7,3 miliardi di ABS assistiti da mutui residenziali cartolarizzati nel 2006 e annuncia la revisione del giudizio su alcune CDO collegate a garanzie dello stesso tipo; Moody's riduce il rating di obbligazioni ipotecarie <i>subprime</i> per \$5 miliardi.
11 luglio	Moody's pone 184 tranche di CDO garantite da ipoteca sotto osservazione in vista di un possibile <i>downgrade</i> ; nei giorni seguenti vengono annunciate da tutte le principali agenzie di valutazione ulteriori revisioni e retrocessioni.
24 luglio	Il prestatore di mutui statunitense Countrywide Financial Corp rende noto un calo degli utili e annuncia condizioni difficili per il futuro.
26 luglio	L'indice NAHB segnala che in giugno le vendite di nuove abitazioni sono diminuite del 6,6% sull'anno precedente; DR Horton, la maggiore società di costruzioni negli Stati Uniti, comunica una perdita per il trimestre aprile-giugno.
30 luglio	La tedesca IKB riporta perdite dovute alle ripercussioni della crisi nel mercato ipotecario <i>subprime</i> USA e rivela che il suo principale azionista, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), si è accollato gli obblighi finanziari derivanti da linee di liquidità fornite a un veicolo per l'emissione di carta commerciale assistita da attività ( <i>asset-backed commercial paper</i> , ABCP) esposto al segmento <i>subprime</i> .
31 luglio	American Home Mortgage Investment Corp annuncia di non essere in grado di onorare le proprie obbligazioni di prestito; Moody's annuncia la correzione delle aspettative di perdita utilizzate nella formulazione dei rating per le cartolarizzazioni garantite da prestiti Alt-A.
1° agosto	Le ulteriori perdite emerse presso IKB portano alla costituzione di un fondo di salvataggio di €3,5 miliardi da parte di KfW e di un gruppo di banche dei settori pubblico e privato.
6 agosto	American Home Mortgage Investment Corp richiede l'amministrazione controllata ai sensi del "Chapter 11", portando all'estensione delle scadenze delle ABCP in essere emesse da uno dei suoi veicoli finanziari.
9 agosto	BNP Paribas congela i rimborsi per tre fondi di investimento, adducendo a motivo l'incapacità di valutarli adeguatamente nell'attuale contesto di mercato; la BCE immette €95 miliardi di liquidità nel mercato interbancario; altre banche centrali effettuano interventi analoghi.
17 agosto	L'Open Market Committee della Federal Reserve rilascia una dichiarazione secondo cui i rischi al ribasso per la crescita si sono sensibilmente accresciuti; il Federal Reserve Board approva una riduzione di 50 punti base del tasso di sconto e annuncia che il finanziamento a termine sarà erogato fino a 30 giorni.

Fonti: Bloomberg; *Financial Times*; *The Wall Street Journal*; comunicati stampa aziendali.

Tabella 1

Stati Uniti in giugno era aumentato dell'87% rispetto all'anno precedente. Di conseguenza, nelle sole giornate del 10 e 11 luglio gli spread relativi ai *credit default swap* (CDS) ad alto rendimento negli Stati Uniti e all'indice Crossover in Europa si sono ampliati di 44 e 49 punti base rispettivamente. Più tardi, il 26 luglio, la pubblicazione dell'indice della National Association of Home Builders (NAHB) segnalava che in giugno le vendite di nuove abitazioni erano calate del 6,6% e la maggiore società di costruzioni statunitense ha annunciato di aver riportato una perdita trimestrale. Ancora una volta nell'arco di due giorni (26-27 luglio) si sono registrate variazioni molto consistenti dei principali indici creditizi, con aumenti di 59 e 71 punti base nell'indice USA ad alto rendimento e in quello Crossover europeo, rispettivamente. Le ulteriori notizie sulle difficoltà incontrate dagli istituti di credito ipotecario, l'aumento degli scarti applicati dai *dealer* sulle garanzie costituite dagli hedge fund e i connessi timori per l'eventualità di un'imminente richiesta di margini supplementari hanno intensificato il clima negativo (tabella 1).

... gli effetti sui prezzi si propagano ad altri mercati ...

Sulla scia della serie negativa di notizie, la liquidità del mercato dei titoli collegati a mutui ipotecari e dei prodotti di credito strutturati si è rapidamente prosciugata, sollevando dubbi sulle ipotesi incorporate nei modelli per la loro valutazione. Fra i timori per la cessione forzata di attività di qualità migliore, le perdite calcolate al valore di mercato si sono accresciute, coinvolgendo in misura sempre maggiore le attività con grado di prelazione più elevato e quelle non collegate al settore delle ipoteche residenziali. I segnali di contagio ai mercati degli immobili commerciali sono stati particolarmente pronunciati, riflettendo forse le preoccupazioni per la diffusione del fenomeno dell'allentamento delle clausole contrattuali dal segmento residenziale a quello commerciale del mercato ipotecario. La famiglia di indici CMBX, che forniscono una misura del costo della protezione contro il rischio di insolvenze sui titoli garantiti da ipoteche commerciali, ha registrato un aumento di oltre 200 punti base degli spread per la classe di rating BBB rispetto ai minimi di giugno (grafico 3, diagramma centrale).

... fra cui quelli dei titoli garantiti da ipoteche commerciali ...

In questo contesto più difficile, i volumi di emissione nei vari mercati del credito sono crollati. Nel mercato per il finanziamento dei *leveraged buyout* (LBO) delle società quotate il valore delle acquisizioni annunciate aveva raggiunto nuovi massimi nella prima metà del 2007 (grafico 3, diagramma di sinistra). Secondo S&P, tale attività ha posto gli istituti bancari nella necessità di allestire il finanziamento di circa \$230 miliardi di acquisizioni annunciate, rendendoli vulnerabili a un'eventuale netta riduzione della propensione al rischio di credito. Di fronte al progressivo venir meno della domanda di nuove *collateralised loan obligation* (il principale strumento richiesto dagli investitori istituzionali nei mercati dei prestiti statunitense ed europeo) e di prodotti analoghi, il mercato LBO è entrato in tensione. Parallelamente, il nuovo indice LCDX, che si basa su *credit default swap* a cinque anni su 100 prestiti sindacati statunitensi equiponderati, è balzato da circa 120 punti base in maggio a più di 350 alla fine di luglio, prima di riportarsi intorno ai 250 punti

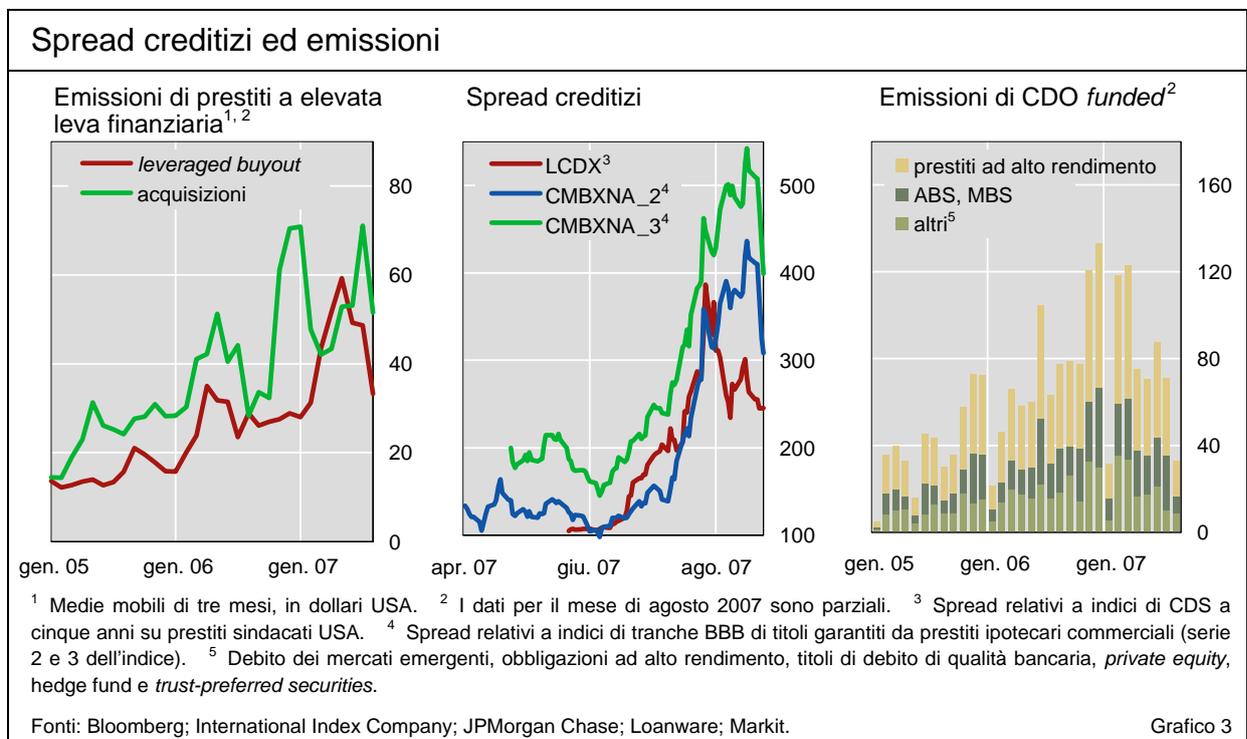
... e dei *leverage buyout*

base prima della fine di agosto (grafico 3, diagramma centrale)<sup>1</sup>. Di conseguenza, diverse operazioni in corso sono state ritardate, ristrutturate o ritirate dal mercato, come nel caso di Alliance Boots. Pressioni analoghe hanno interessato i mercati primari delle obbligazioni e degli ABS.

La conseguente fase di vendite in giugno e luglio ha presentato alcune somiglianze con gli andamenti del 2002, anno dell'ultima importante ondata di vendite nei mercati del credito alle imprese. All'epoca, in seguito alle clamorose notizie di irregolarità contabili, gli spread sui titoli BBB e ad alto rendimento delle società statunitensi si erano ampliati di oltre il 50% e le obbligazioni di mutuatari europei con pari rating avevano evidenziato una dinamica simile. Tuttavia, a differenza degli eventi del 2002, l'attuale fase di vendite si è caratterizzata per un incremento più consistente e rapido degli spread relativi nel segmento dell'alto rendimento (grafico 4, diagrammi di sinistra e di destra). Sebbene tale differenza sia in parte ascrivibile ai diversi livelli iniziali degli spread, essa potrebbe altresì derivare dal ricorso più diffuso a operazioni ad alto grado di leva e all'assunzione di posizioni corte in CDS rispetto al passato (grafico 4, diagramma centrale).

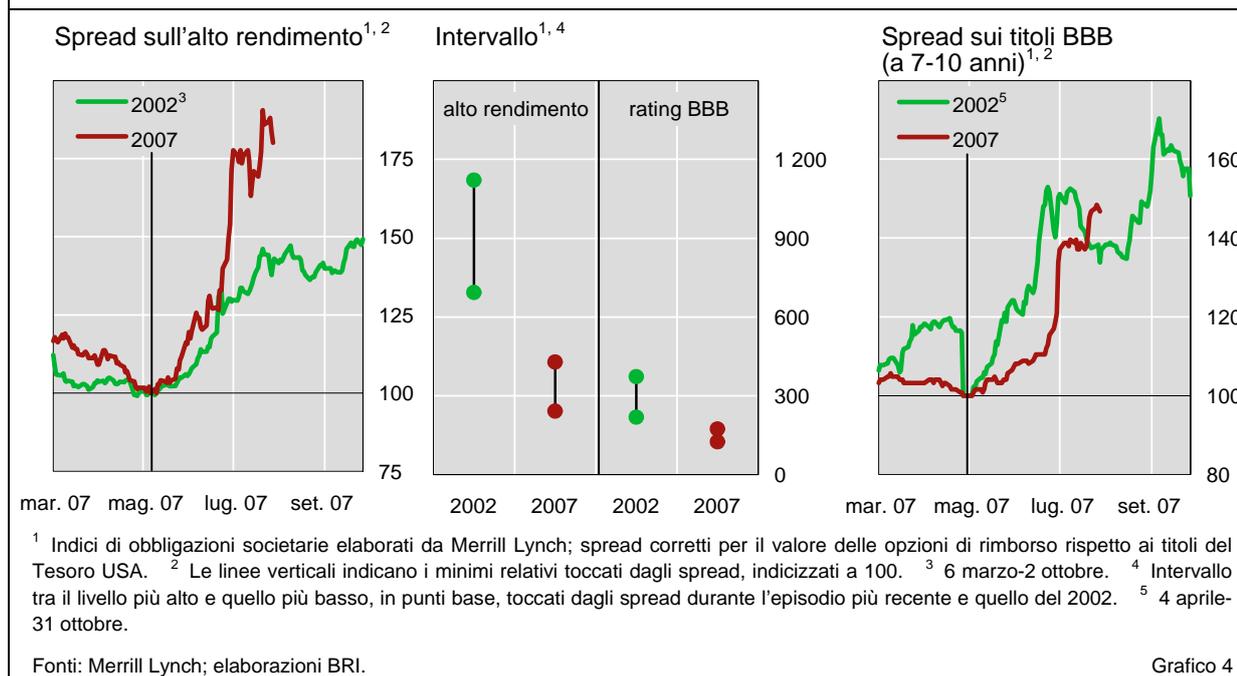
Il processo di rivalutazione del rischio è entrato nella sua terza fase a fine luglio, allorché sono divenute oggetto di attenzione le incertezze riguardo alle esposizioni dei sistemi finanziari al di fuori degli Stati Uniti. Sebbene le notizie negative provenienti dal mercato ipotecario statunitense sembrassero attenuarsi, permanevano dubbi sull'entità e la distribuzione delle esposizioni al rischio di credito e delle connesse perdite derivanti dall'aggiustamento degli

Le incertezze sulle perdite connesse ai mercati del credito ...



<sup>1</sup> Anche gli spread sul suo corrispettivo europeo, l'indice LevX trattato da ottobre 2006, si sono ampliati. Essendo basati su portafogli di prestiti garantiti, entrambi questi indici si negoziano a spread inferiori rispetto ai corrispondenti CDX e iTraxx del comparto ad alto rendimento.

## Variazioni degli spread creditizi nel 2002 e nel 2007



spread creditizi in corso. Inoltre, mentre i timori si erano precedentemente incentrati sugli hedge fund e sulle istituzioni finanziarie statunitensi direttamente coinvolti nell'erogazione e nella distribuzione di mutui ipotecari, a fine luglio le notizie di perdite risultavano ormai sempre più diffuse a livello internazionale. Le relative preoccupazioni si sono cristallizzate il 30 luglio, quando la tedesca IKB ha rivelato che il suo principale azionista si era accollato gli obblighi finanziari derivanti da linee di liquidità fornite a un veicolo per l'emissione di ABCP esposto al mercato dei prestiti *subprime*. Tale comunicazione ha destato sorpresa, giungendo a soli dieci giorni dall'annuncio di un risultato operativo preliminare di €63 milioni per il trimestre aprile-giugno. Ulteriori perdite presso IKB e altre istituzioni finanziarie sono emerse all'inizio di agosto. Il 9 agosto è stato reso noto che la scarsa liquidità del mercato aveva costretto diversi fondi di investimento a sospendere il riscatto delle quote, mentre nei giorni appena precedenti vari emittenti di ABCP avevano esercitato l'opzione di estendere la scadenza di titoli in essere. Sulla scia di tali eventi, l'attività nei mercati di ABCP si è quasi arrestata, mentre i timori per la possibilità che le banche fossero costrette ad assumersi in bilancio le esposizioni a fronte di tali strumenti hanno acuito le preoccupazioni di un'imminente stretta creditizia (cfr. il riquadro).

... alimentano i timori sui rischi di controparte ...

... inducendo un aumento della domanda di liquidità

Con l'intensificarsi del nervosismo riguardo al fabbisogno finanziario e alle passività latenti delle banche, la forte crescita della domanda di liquidità ha cominciato a trasmettersi ai mercati monetari a breve termine, provocando un'impennata dei tassi di interesse *overnight*. In tale contesto, il 9 agosto la BCE ha effettuato un'iniezione di liquidità di €94,8 miliardi nel mercato interbancario. Tale intervento ha fatto seguito all'annuncio di un'operazione di regolazione puntuale straordinaria in cui i fondi sarebbero stati forniti su

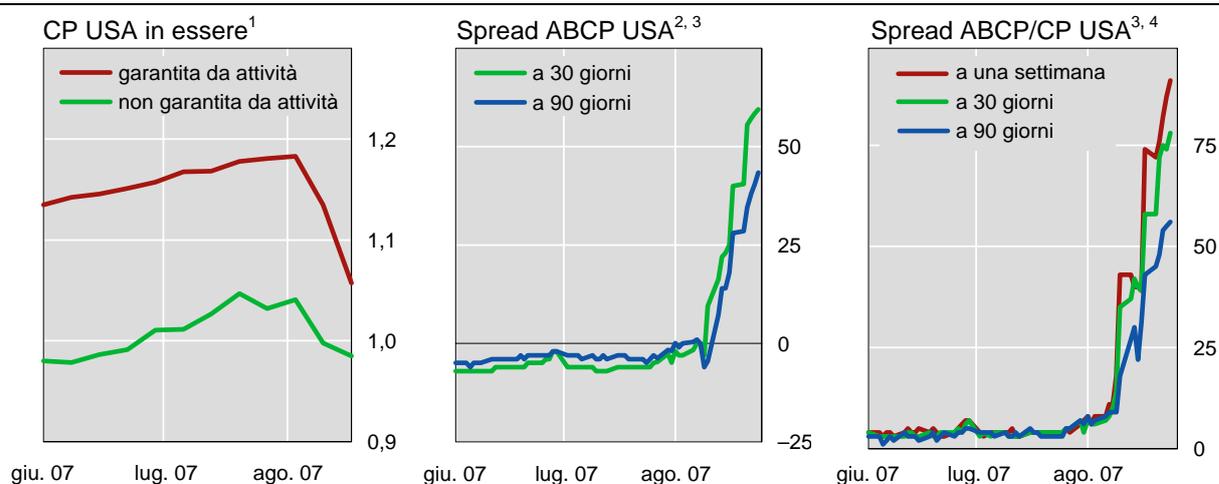
## Funzionamento delle ABCP e rischio di liquidità

Fra i segmenti contagiati dall'attuale rivalutazione del rischio di credito vi è quello degli strumenti di finanziamento a breve collateralizzati. All'aumentare dell'incertezza sull'entità delle perdite connesse alle esposizioni *subprime*, gli investitori hanno cominciato a prendere le distanze da qualsiasi strumento potenzialmente esposto a simili perdite, comprese le *asset-backed commercial paper* (ABCP), carta a breve garantita da attività e regolarmente rinnovata alla scadenza per finanziare programmi di emissione. Si stima che l'esposizione delle ABCP ad attività collegate a mutui sia salita a \$300 miliardi, di cui un terzo circa sotto forma di programmi basati su veicoli di investimento strutturati (*structured investment vehicle*, SIV)<sup>®</sup>, rendendo sempre più difficile per gli investitori individuare l'esatta natura e qualità di questi attivi<sup>®</sup>. Poiché le grandi banche forniscono liquidità in appoggio a programmi per l'emissione di ABCP, i risultanti rischi di rifinanziamento hanno presto accentuato i timori riguardo agli impegni da esse assunti. Insieme alle incertezze sull'esposizione delle banche al generalizzato *repricing* delle attività rischiose, ciò ha contribuito a un'impennata della domanda di liquidità nel mercato interbancario. Il 9 agosto, in un contesto di accresciuto rischio di controparte e di corsa alla liquidità, i tassi interbancari a breve termine hanno subito un brusco aumento, cui le banche centrali hanno risposto con iniezioni di liquidità su vasta scala.

Nelle ABCP, come in altre cartolarizzazioni, vengono assemblati ingenti volumi di attività omogenee con flussi di cassa prevedibili oppure di titoli negoziabili e viene creata un'apposita struttura che, a fronte di tali garanzie, emette strumenti a breve<sup>®</sup>. Questi ultimi sono suddivisi in tranche con differente grado di prelazione e con scadenze che vanno di norma da un giorno a nove mesi. Il collaterale delle ABCP comprende attività quali prestiti per l'acquisto di autoveicoli, saldi attivi su carte di credito e mutui ipotecari, come pure tranche senior di CDO. Secondo stime di mercato, l'ammontare totale di ABCP in essere ha toccato a fine marzo 2007 il picco di \$1,5 trilioni, ascrivibili per il 75% circa a programmi statunitensi e per la parte restante soprattutto al mercato europeo (\$260 miliardi). Il segmento delle ABCP costituisce a sua volta il 55% circa del mercato totale USA della CP (grafico A, riquadro di sinistra).

Gran parte delle tranche di ABCP ha un rating pari ad A1 o P1, ossia il più alto assegnato agli strumenti a breve dalle agenzie di valutazione. Per ottenerlo, il rischio di credito sostenuto dagli investitori è ridotto mediante vari meccanismi di protezione strutturali o forniti da terzi, tra cui la sovracollateralizzazione (l'emissione di titoli di valore aggregato inferiore alla garanzia sottostante), la subordinazione (inserimento di tranche che assorbono le prime perdite per insolvenza) e lettere di credito. Inoltre, poiché le attività in garanzia tendono a essere meno liquide e a più lunga scadenza dei titoli emessi, si rendono necessarie linee di liquidità per coprire le ABCP contro i rischi di sfasamento delle scadenze e di mancato rinnovo<sup>®</sup>. Esse vengono fornite in genere da primarie istituzioni finanziarie sotto forma di fidi o contratti di acquisto di attività che assicurano piena copertura a fronte delle passività in scadenza. In alternativa, i programmi ABCP possono offrire al promotore l'opzione di estendere la scadenza dei titoli emessi fino a un periodo massimo concordato.

## Mercati delle ABCP



<sup>1</sup> In trilioni di dollari USA. <sup>2</sup> Rendimento ABCP meno tasso Libor corrispondente, in punti base. <sup>3</sup> Rendimenti delle emissioni di ABCP e CP con rating A1+. <sup>4</sup> Rendimento ABCP meno rendimento CP corrispondente, in punti base.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico A

Queste *note* prorogabili trasferiscono all'investitore, in contropartita di una remunerazione addizionale, parte del rischio di liquidità. A fine marzo esse rappresentavano il 13% (circa \$147 miliardi) delle ABCP statunitensi in essere. Di queste, \$60 miliardi circa erano garantiti da mutui ipotecari e \$58 miliardi beneficiavano, secondo stime, di un sostegno esterno inferiore al 100%, facendo principalmente affidamento sulla vendita delle garanzie sottostanti per il rimborso.

Verso fine luglio nel mercato delle ABCP hanno cominciato a manifestarsi tensioni sotto forma di un rialzo degli spread rispetto al Libor (grafico A, diagramma centrale). Un primo segnale concreto del propagarsi delle turbolenze nei mercati del credito al segmento delle ABCP si è avuto il 30 luglio, quando Rhineland Funding, un *conduit* gestito dalla banca tedesca IKB con esposizione in titoli garantiti da mutui, non è riuscita a reperire investitori che consentissero il rinnovo dei titoli in scadenza, costringendo il principale azionista di IKB a intervenire con una linea di credito di emergenza. Sulla scia di questo evento sono andati aumentando i dubbi sulla qualità dei portafogli di garanzie sottostanti, con il risultato che alcuni veicoli finanziari, in particolare i cosiddetti *single seller programme* acquirenti di attività ipotecarie da un unico soggetto cedente, hanno incontrato crescenti difficoltà nel rifinanziare i fondi in scadenza.

Questi problemi sono divenuti sempre più palesi il 6 agosto, quando si è diffusa la notizia che il veicolo finanziario Broadhollow Funding aveva esercitato l'opzione di prorogare la scadenza di titoli in essere per un valore \$1,6 miliardi, emessi per il finanziamento di un pool di mutui ipotecari. Nel corso della stessa settimana sono seguite proroghe analoghe da parte di altri *conduit* con un totale di ABCP in essere per circa \$5 miliardi. Tali eventi hanno creato timori per gli effetti di una liquidazione in un mercato già debole e per le passività eventuali a carico dei fornitori di liquidità che avrebbero dovuto appianare gli squilibri di tesoreria dovuti a perdite da rivalutazione rispetto ai corrispondenti valori nominali sulle attività liquidate. A seguito delle summenzionate proroghe, i differenziali delle ABCP si sono ampliati lungo l'intera gamma di scadenze, i volumi in essere sono calati e si è accorciata la scadenza delle emissioni che hanno potuto essere rinnovate.

Le difficoltà si sono rapidamente propagate al di fuori dei principali mercati statunitensi ed europei. I problemi di rifinanziamento incontrati dallo sponsor canadese di ABCP Coventree hanno condotto all'estensione della scadenza di titoli in essere per \$238 milioni e all'attivazione di linee di appoggio per ulteriori \$660 milioni. Nuove proroghe e richieste di finanziamenti di emergenza sono seguite nei giorni successivi allorché Coventree e altri sponsor hanno domandato un supporto di liquidità invocando la clausola che contempla la fattispecie di gravi turbative di mercato. Sebbene la richiesta sia stata inizialmente contestata da alcuni fornitori di liquidità, in seguito un gruppo di banche ha accettato di partecipare al rifinanziamento dei titoli in scadenza mediante la loro conversione in *note* a tasso variabile al fine di attenuare le pressioni sulla liquidità nel mercato. Analogamente, l'emittente australiano RAMS Home Loans Group ha differito la scadenza di ABCP statunitensi per un ammontare di \$4,9 miliardi.

In confronto alle turbolenze nel mercato delle ABCP, specie per quanto riguarda i programmi assistiti da garanzia ipotecaria o emissione di *note* prorogabili, la performance del più ampio mercato della CP è stata leggermente migliore. Nonostante i rilevanti effetti di contagio provenienti dal segmento delle ABCP, nel caso delle CP non garantite l'ampliamento dei differenziali rispetto al Libor è stato molto minore e gran parte della volatilità osservata era riconducibile alle forti oscillazioni dei tassi Libor indotte dai diffusi problemi di liquidità (grafico A, riquadro di destra). Ciò è in linea con la valutazione relativamente positiva della qualità creditizia degli emittenti societari, che contrasta con i diffusi timori di perdite sui portafogli di garanzie sottostanti le ABCP. Il più recente episodio si differenzia altresì dagli sviluppi del 2001-02, quando i problemi incontrati dagli emittenti di CP attecchivano al rischio societario e si ricollegavano ai declassamenti di rating e allo scandalo WorldCom, mentre i mercati delle ABCP avevano continuato a rappresentare una fonte affidabile di finanziamento a breve.

---

① Mentre i *conduit* tradizionali di ABCP si finanziano esclusivamente con l'emissione di *commercial paper* (CP), i programmi basati sui SIV tendono a fare ricorso sia a emissioni di ABCP sia a finanziamenti a medio termine. Si stima che i SIV e le strutture analoghe abbiano raggiunto globalmente dimensioni nell'ordine di circa \$395 miliardi; essi investono di norma in titoli negoziabili con rating elevato, come le tranche senior di CDO. Diversamente dai veicoli tradizionali, i SIV sono valutati ai prezzi di mercato. ② Per gli effetti prodotti sui mercati mobiliari da casi analoghi di corsa agli sportelli, cfr. BRI, "Corsa ai ripari sui mercati mobiliari: l'esperienza coreana", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2003 e Borio, "Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options", *BIS Working Paper* n.158, luglio 2004. ③ I portafogli di attività a garanzia delle ABCP originano spesso dai mercati primari e secondari o vengono ottenuti da più soggetti cedenti, contrariamente alle tipologie tradizionali di CP, che sono garantite da un singolo emittente societario. ④ Le linee creditizie di appoggio si sono sviluppate agli inizi degli anni settanta, dopo che l'insolvenza di Penn Central aveva prosciugato il mercato della CP, e offrono agli emittenti la possibilità di ricorrere al finanziamento bancario a breve termine in caso di disfunzioni del mercato o di mancato rinnovo di carta commerciale in scadenza.

richiesta al tasso di rifinanziamento vigente del 4% e a fronte delle garanzie usuali. Più tardi nella stessa giornata la Federal Reserve statunitense ha apportato \$24 miliardi con operazioni di mercato aperto e altre banche centrali hanno adottato misure analoghe. Nelle settimane successive le banche centrali hanno intrapreso ulteriori azioni, fra cui la riduzione di 50 punti base del tasso di sconto USA, che hanno contribuito ad alleviare le pressioni immediate nei mercati *overnight*. Tuttavia, di fronte al persistere dei timori sulla liquidità a termine, i tassi del mercato monetario sono rimasti insolitamente volatili fino agli ultimi di agosto.

## Crollano i rendimenti obbligazionari con la fuga degli investitori dalle attività rischiose

Nel periodo sotto rassegna, in concomitanza con l'ondata di vendite sui mercati e con il disimpegno degli investitori dalle attività rischiose, i rendimenti dei titoli di Stato nei paesi industriali hanno subito una brusca flessione (grafico 5, diagramma di sinistra), la quale ha più che compensato il marcatissimo rialzo osservato nelle prime due settimane di giugno. Di conseguenza, il rendimento sul titolo decennale del Tesoro USA, salito di circa 40 punti base nella prima metà di giugno, a fine agosto era calato di circa 65 punti. Oscillazioni analoghe, sebbene lievemente meno pronunciate, hanno avuto luogo altrove. Nell'area dell'euro e in Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi di circa 40 punti base rispetto ai massimi osservati attorno alla metà di giugno, collocandosi su livelli leggermente inferiori a quelli di fine maggio.

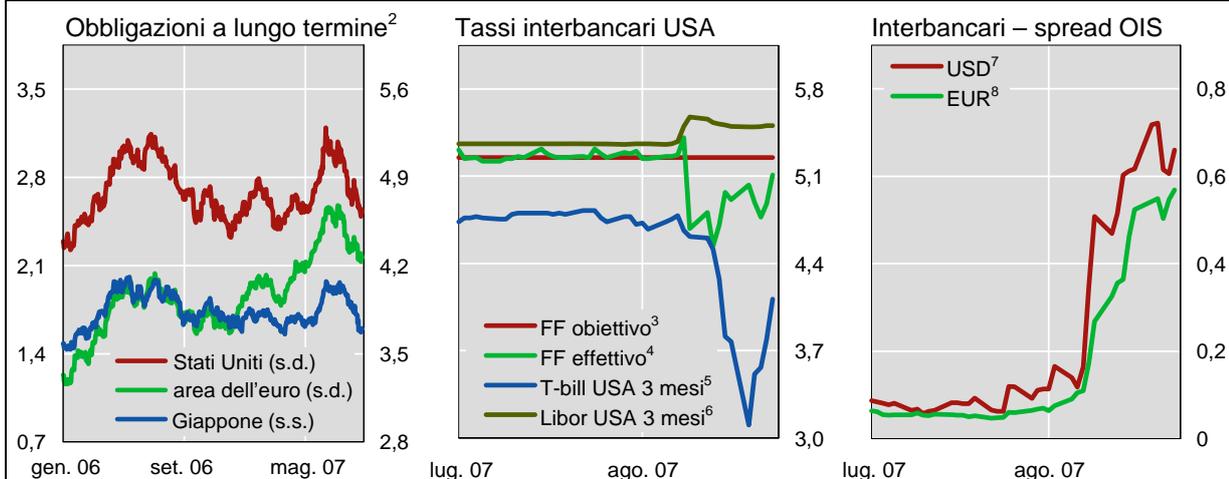
La forte ascesa dei rendimenti obbligazionari che aveva avuto luogo agli inizi di giugno – e che era andata ad aggiungersi ai rialzi di maggio – era in larga misura riconducibile alla percezione da parte degli investitori di un miglioramento delle prospettive di crescita, soprattutto negli Stati Uniti. Ciò aveva inoltre determinato un ridimensionamento delle attese di una riduzione dei tassi da parte della Federal Reserve, il che, assieme all'aumento dei premi a termine, aveva esercitato significative pressioni verso l'alto sui rendimenti.

Con l'avvio dell'ondata di vendite sui mercati creditizi nella seconda metà di giugno i rendimenti obbligazionari hanno iniziato a diminuire per due motivi. In primo luogo, tale turbolenza, presto estesa ad altri mercati, ha innescato una fuga verso la relativa sicurezza offerta dai titoli di Stato allorché gli investitori hanno ridotto le esposizioni ad attività rischiose. Ciò si è manifestato in un'inversione dell'aumento dei premi a termine stimati che aveva avuto luogo in maggio e agli inizi di giugno. La fuga verso la sicurezza è apparsa particolarmente evidente nel comparto dei buoni del Tesoro USA, i cui tassi sono crollati in agosto (grafico 5, diagramma centrale). In secondo luogo, le notizie di un deterioramento della situazione nel mercato immobiliare statunitense hanno indotto gli investitori a rivalutare i rischi per l'economia nel suo insieme. Tale rivalutazione è stata parimenti istigata dall'intensità dell'ondata di vendite sul mercato del credito, che ha interessato anche comparti diversi da quello *subprime*, dandole timori di un'imminente stretta creditizia. In tale contesto, gli investitori non sembrano aver tratto grande conforto nemmeno dalla pubblicazione di notizie macroeconomiche positive,

Calano i rendimenti obbligazionari ...

... di fronte al disimpegno degli investitori dalle attività rischiose ...

## Tassi di interesse<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Dati di fine giornata, in percentuale. <sup>2</sup> Rendimenti dei titoli del Tesoro decennali; per l'area dell'euro, Bund tedesco. <sup>3</sup> Tasso obiettivo sui *federal fund*. <sup>4</sup> Tasso effettivo sui *federal fund*. <sup>5</sup> Tasso sul buono del Tesoro USA a tre mesi. <sup>6</sup> Tasso Libor a tre mesi sul dollaro USA. <sup>7</sup> Differenziale fra il tasso sull'eurodollaro a tre mesi e il tasso sugli *overnight index swap* a tre mesi. <sup>8</sup> Differenziale fra l'Euribor a tre mesi e il tasso swap sull'EONIA.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 5

come quella, diffusa il 27 luglio, di una crescita del PIL statunitense superiore alle attese nel secondo trimestre (3,4% sul periodo corrispondente).

... e all'impennata della domanda di liquidità

Seppur inizialmente confinata ai mercati creditizi, la turbolenza si è successivamente trasformata in una grave stretta di liquidità su vari mercati. Quello delle ABCP è stato tra i primi a evidenziare chiari segnali di crisi (cfr. il riquadro), che si sono presto estesi al mercato monetario interbancario. Come conseguenza della stretta, agli inizi di agosto sono aumentati i tassi del mercato monetario (grafico 5, diagramma centrale). Se in questo mercato le iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali hanno in parte alleviato le pressioni, soprattutto per le scadenze molto brevi, altrove sono rimaste considerevoli strozzature di liquidità. Un segnale di tensione sui mercati monetari è stato il persistente ampliamento dei differenziali tra i tassi interbancari e quelli sugli *overnight index swap*, di riflesso alla percezione di un più elevato rischio di controparte e di una maggiore preferenza per la liquidità in corrispondenza delle scadenze superiori a quella *overnight* (grafico 5, diagramma di destra). Tali difficoltà hanno acuito i timori degli investitori per le ripercussioni delle turbolenze finanziarie sulle prospettive di crescita. Il forte aumento della preferenza per la liquidità, assieme all'intensificarsi della fuga verso la sicurezza, si è manifestato anche nella significativa espansione degli afflussi ai fondi del mercato monetario che investono esclusivamente in titoli di Stato a breve termine, la quale ha a sua volta accresciuto le forti pressioni al ribasso sui rendimenti dei buoni del Tesoro. Il 20 agosto il tasso sui buoni USA a tre mesi è sceso a quasi il 3%, un valore che, con uno scarto di oltre 200 punti base rispetto al tasso obiettivo sui *federal fund*, costituisce il livello più basso mai toccato rispetto al tasso ufficiale dal 1982.

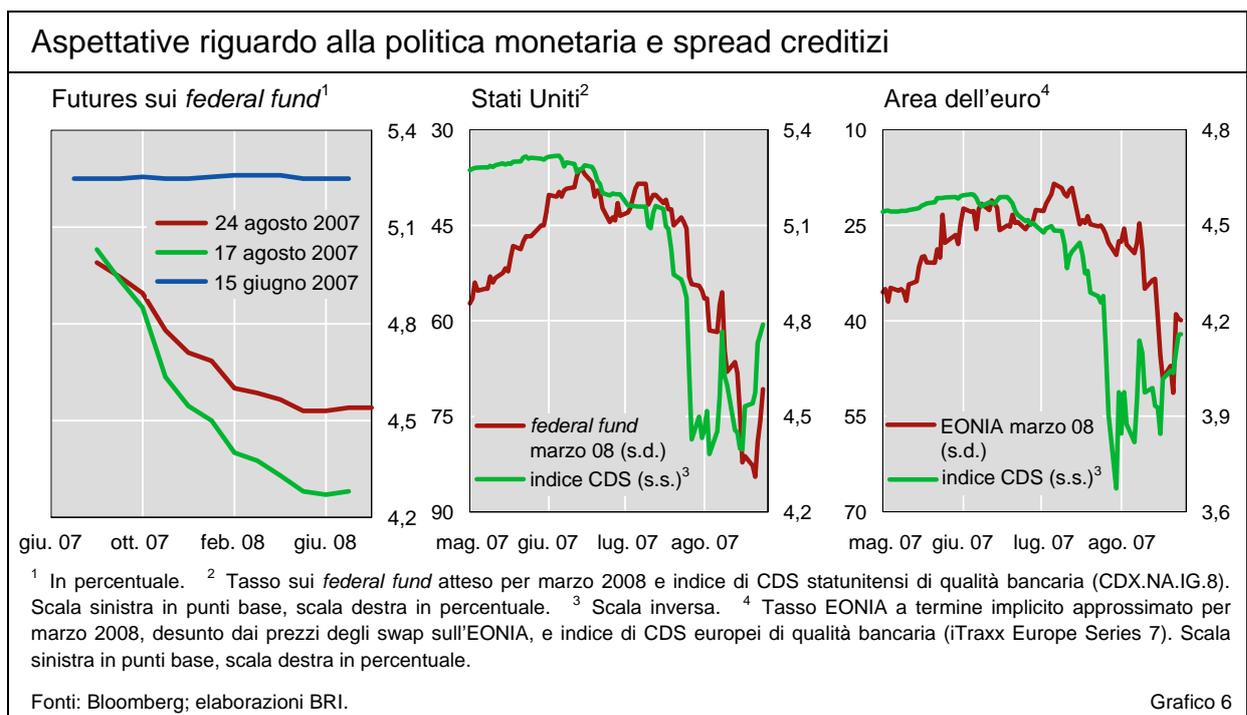
In linea con l'acuirsi dei timori riguardo ai rischi per l'economia statunitense e al diffondersi delle turbative di mercato, tra gli operatori hanno preso consistenza le attese di un allentamento monetario da parte della

Federal Reserve (grafico 6, diagramma di sinistra). I prezzi dei futures sui *federal fund*, che a metà giugno segnalavano tassi ufficiali invariati nel futuro immediato, hanno successivamente iniziato a incorporare attese crescenti di un allentamento monetario di fronte all'ondata di vendite sui mercati delle attività rischiose (grafico 6, diagramma centrale). Sebbene parte dello spostamento verso il basso osservato nella curva relativa a tali futures abbia rispecchiato il fatto che nella seconda metà di agosto il tasso effettivo sui *federal fund* fosse notevolmente inferiore al livello obiettivo (grafico 5, diagramma centrale), i prezzi dei futures sono parsi altresì indicare maggiori attese di un allentamento, visto l'aggravarsi della stretta di liquidità sui mercati monetari. Il 17 agosto la decisione del Federal Reserve Board di abbassare il tasso di sconto e quella del FOMC di pubblicare un comunicato in cui si rilevava il sensibile aumento dei rischi verso il basso per la crescita sono state generalmente interpretate dagli investitori come una conferma della probabilità che il tasso obiettivo sui *federal fund* sarebbe stato ridotto in un futuro più prossimo che remoto.

Gli investitori si attendono un abbassamento dei tassi da parte della Fed ...

Dal momento che gli investitori consideravano l'economia europea meno vulnerabile di quella statunitense, gran parte del calo dei rendimenti obbligazionari in euro è parsa inizialmente riflettere una generale fuga verso la sicurezza, più che una significativa rivalutazione del quadro macroeconomico. Nondimeno, all'aggravarsi della turbolenza sui mercati, gli investitori hanno iniziato a preoccuparsi in misura crescente anche dei rischi per il settore bancario e per le prospettive di crescita economica europei. Di conseguenza, quando l'ondata di vendite ha acquisito ulteriore slancio e si sono acuiti i timori per la liquidità sui mercati, le attese di ulteriori innalzamenti dei tassi da parte della BCE hanno cominciato a venir meno (grafico 6, diagramma di destra).

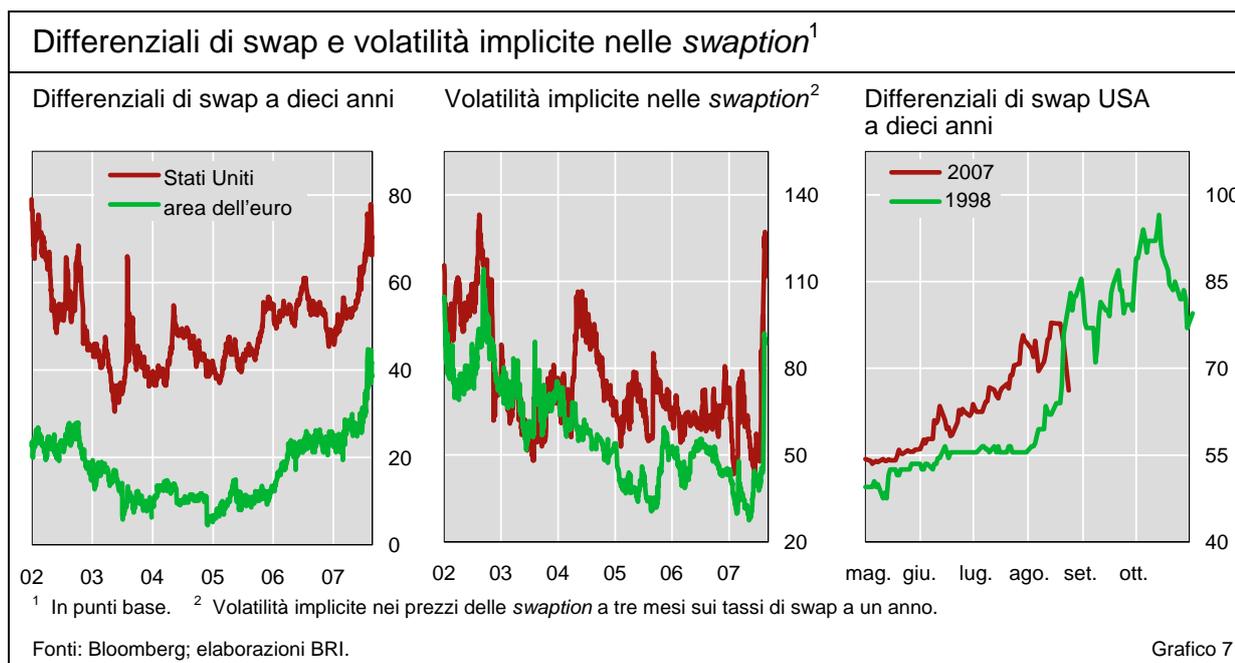
... mentre si ridimensionano le aspettative di un inasprimento da parte della BCE



In Giappone, come negli altri mercati, i rendimenti obbligazionari sono stati oggetto di pressioni al ribasso in luglio e agosto, allorché gli investitori si sono messi alla ricerca di “approdi” più sicuri. La volatilità dei mercati ha anche in questo caso concorso a una certa moderazione del ritmo di inasprimento monetario atteso dagli operatori. Nel contempo, una serie di annunci macroeconomici è stata ritenuta indicativa di prospettive economiche meno favorevoli del previsto. Su tale sfondo, i timori degli investitori per l'effetto congiunto della turbolenza sui mercati e del sensibile apprezzamento dello yen potrebbero aver accentuato il calo dei rendimenti obbligazionari giapponesi.

Aumento dei differenziali di swap ...

La fuga degli investitori dalle attività rischiose verso i titoli di Stato ha fatto aumentare notevolmente i differenziali di swap (grafico 7, diagramma di sinistra). Tra fine maggio e metà agosto lo spread relativo allo swap sul tasso decennale USA è aumentato di circa 20 punti base, a quasi 80, il livello massimo in oltre cinque anni. Andamenti analoghi hanno contraddistinto gli swap denominati in altre valute. Oltre all'impatto della fuga verso la sicurezza, anche la maggiore attività di copertura nel contesto di una minore liquidità sui mercati ha concorso a intensificare le spinte al rialzo sui differenziali. Inoltre, dai commenti degli operatori si evince che l'ampliamento degli spread potrebbe essere in parte riconducibile agli accresciuti timori degli investitori per i rischi sistemici. Alcuni vi hanno scorto analogie con l'autunno del 1998, quando il crollo di LTCM aveva destato preoccupazione per la stabilità del sistema bancario nel suo insieme. Il recente aumento degli spread relativi agli swap sui tassi decennali USA è stato tuttavia meno pronunciato che durante la crisi di LTCM (grafico 7, diagramma di destra). Nella seconda metà di agosto i differenziali si sono in qualche misura ridotti, in presenza di un lieve recupero dei mercati.

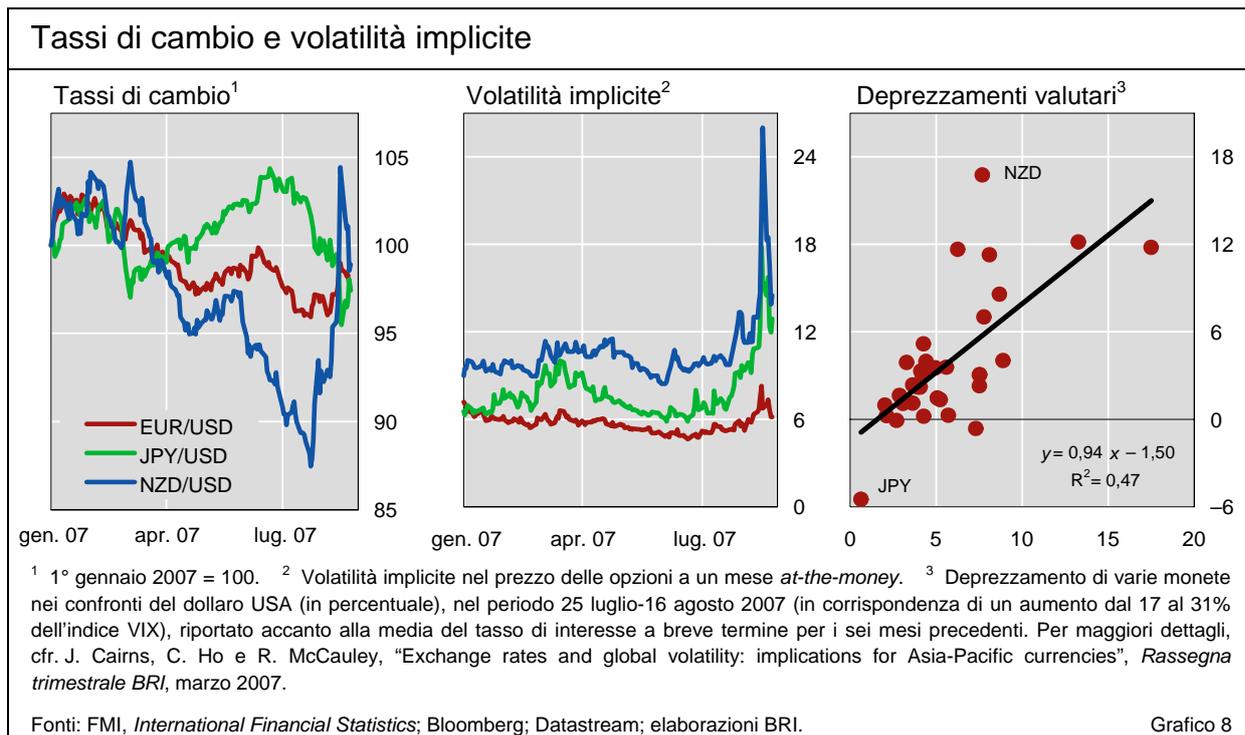


Dopo essere scese ai minimi storici nella parte precedente dell'anno, le volatilità implicite nelle *swaption* negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono significativamente risalite con l'avanzare dell'ondata di cessioni sui mercati creditizi (grafico 7, diagramma centrale). Sebbene abbia interessato l'intera struttura per scadenze, il rialzo è stato più pronunciato nel caso dei tassi a breve, a indicare che l'incertezza circa le prospettive per la politica monetaria si era fatta più acuta. Oltre alla maggiore incertezza, anche il compenso più elevato richiesto per l'assunzione del rischio di volatilità dei tassi di interesse potrebbe avere concorso al generale incremento della volatilità implicita nelle *swaption*.

... impennata della volatilità implicita nelle *swaption* ...

Parallelamente al diffuso aumento della volatilità, si sono osservate oscillazioni straordinarie dei cambi nei mercati valutari, allorché gli investitori hanno iniziato a liquidare le operazioni di *carry trade*. Le valute a basso rendimento come lo yen giapponese si sono apprezzate sensibilmente, mentre quelle ad alto rendimento (in particolare il dollaro neozelandese) hanno subito un brusco calo (grafico 8, diagramma di sinistra). La liquidazione dei *carry trade* ha influito anche sul dollaro australiano. A metà agosto la Reserve Bank of Australia è intervenuta sui mercati dei cambi dopo che, rispetto ai massimi di luglio, la divisa nazionale aveva perso l'11% sul dollaro USA e il 18% sullo yen. La volatilità implicita nelle opzioni su valute ha registrato un generale aumento, che è stato particolarmente netto nel caso delle valute utilizzate nei *carry trade* (grafico 8, diagramma centrale). Affinché i *carry trade* producano flussi di cassa costanti è necessario che le condizioni sui mercati dei cambi siano calme. Per questo motivo, l'impennata della volatilità ha accresciuto gli incentivi a liquidare tali posizioni. I movimenti valutari osservati in luglio e agosto sono risultati pertanto pienamente in linea con l'esperienza storica degli episodi di elevata volatilità, nei quali le divise ad alto rendimento tendono a

... e liquidazione dei *carry trade*



deprezzarsi e quelle a basso rendimento vengono generalmente utilizzate come monete rifugio (grafico 8, diagramma di destra). Del pari, i movimenti dei cambi a fine agosto indicavano una parziale riapertura delle posizioni di *carry trade* in concomitanza con il ritorno a un periodo di minore volatilità sui mercati.

## La turbolenza si estende ai mercati azionari

I titoli azionari risentono della turbolenza sui mercati ...

All'aggravarsi della turbolenza sui mercati creditizi, il disimpegno dalle attività rischiose ha coinvolto altre categorie di attività, fra cui le azioni, i cui prezzi hanno registrato cali generalizzati nella seconda parte di luglio e in agosto. A metà di quest'ultimo mese l'indice S&P 500 aveva perso l'8% rispetto al livello di fine maggio e, dopo un recupero nei giorni successivi, alla fine del periodo in rassegna risultava comunque del 3,3% inferiore a tale livello (grafico 9, diagramma di sinistra). I titoli azionari al di fuori degli Stati Uniti hanno accusato cedimenti ancora maggiori: tra la fine di maggio e il 24 agosto l'indice Dow Jones EURO STOXX è sceso di circa il 7% e il TOPIX di quasi il 10%. Questi cali hanno annullato gran parte dei guadagni cumulati dai mercati azionari statunitensi ed europei dagli inizi dell'anno e hanno portato i titoli giapponesi ben al disotto dei livelli di fine 2006.

... in presenza di un aumento dei premi e di una rivalutazione dei rischi

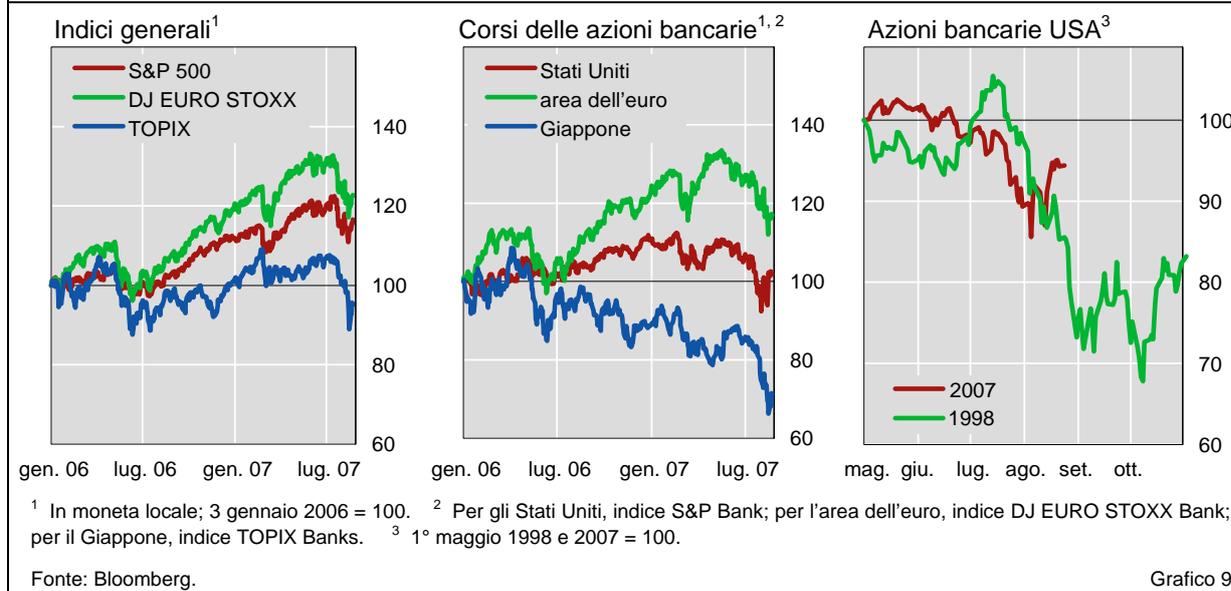
Benché in parte riconducibile all'aumento dei premi per il rischio, la flessione dei corsi azionari ha risentito anche dei fondamentali, poiché gli investitori hanno riconsiderato i rischi che il deterioramento del mercato immobiliare comportava per gli utili delle società statunitensi e per l'economia del paese nel suo insieme. L'impatto delle notizie negative concernenti il mercato delle abitazioni è apparso evidente nella settimana del 23-27 luglio, quando l'indice S&P 500 è sceso del 4,9%, segnando il calo settimanale più consistente dal 2002. Ciò è avvenuto sullo sfondo degli annunci delle perdite subite nel secondo trimestre da una serie di società di costruzioni. Allo stesso tempo, una delle principali società statunitensi erogatrici di mutui ipotecari, Countrywide Financial Corp, riportava utili inferiori alle attese, segnalando altresì il probabile permanere di difficoltà a venire. In aggiunta, tra gli investitori si sono acuiti i timori che la fase di forte crescita dell'attività di fusione e acquisizione internazionale, che da tempo alimentava l'ascesa dei corsi azionari, potesse presto giungere a termine.

Le azioni del settore bancario sono particolarmente colpite ...

Le azioni del settore delle costruzioni e di quello bancario hanno risentito in misura particolare delle notizie negative concernenti il mercato immobiliare e della conseguente turbolenza sui mercati del credito. All'interno dell'indice S&P 500 i risultati peggiori sono stati registrati dal sottoindice delle costruzioni residenziali (Homebuilding), che tra fine maggio e il 24 agosto ha perso oltre il 33%. Nello stesso periodo anche i titoli bancari hanno evidenziato una performance meno favorevole dell'indice generale, con un calo di quasi il 7% del Bank Index e del 17% dell'Investment Banking Sub-Index rispetto ai livelli di fine maggio (quest'ultimo sottoindice era già crollato a metà agosto di oltre il 25%). I titoli bancari in Europa e Giappone hanno seguito andamenti analoghi, perdendo rispettivamente circa l'11 e il 18% nel periodo in rassegna (grafico 9, diagramma centrale). Ciò ha riflesso in larga misura la previsione da parte degli investitori di perdite connesse all'attività di speculazione sul

... per i timori riguardo agli utili futuri

## Mercati azionari



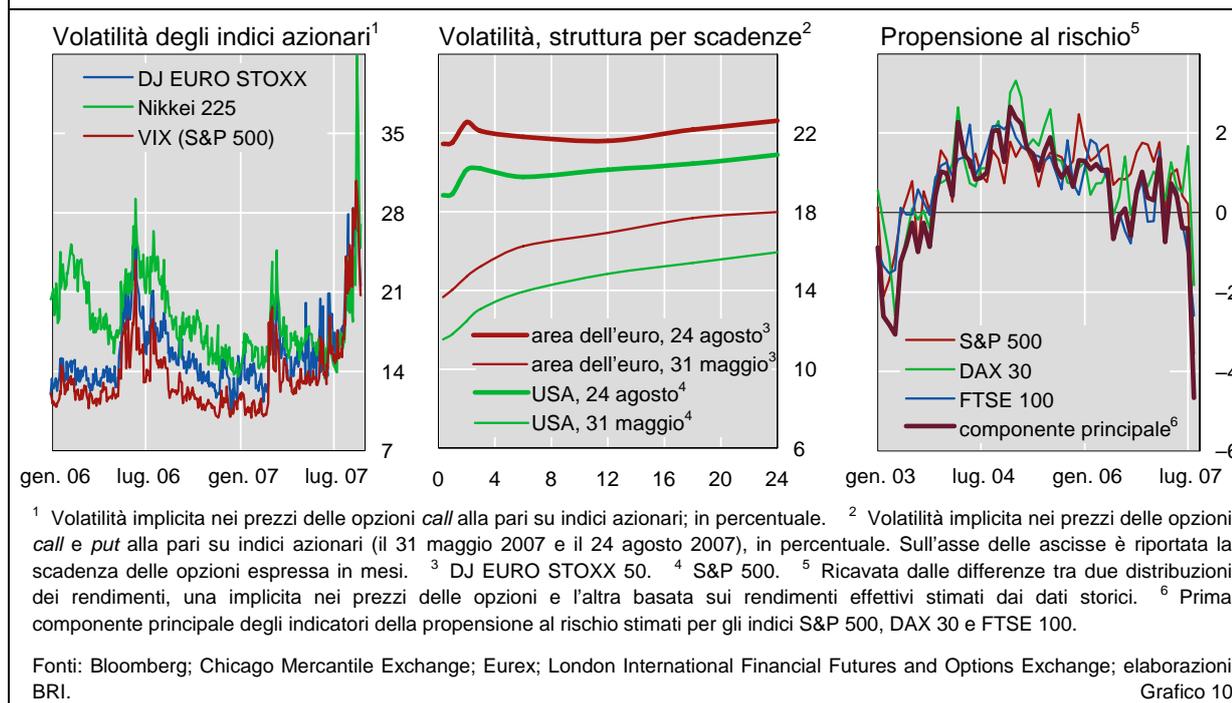
mercato dei prestiti *subprime* e di altri prodotti creditizi, nonché l'atteso calo degli utili bancari riconducibile alle minori commissioni generate dalle operazioni di fusione e acquisizione. Nonostante tali perdite, al 24 agosto il calo complessivo registrato dalle azioni bancarie statunitensi risultava inferiore a quello del 1998, quando il settore finanziario aveva accusato il forte colpo inflitto dalle crisi collegate con il tracollo di LTCM e la moratoria sul debito russo (grafico 9, diagramma di destra).

Il ribasso dei mercati azionari si è verificato sullo sfondo di utili societari robusti e condizioni macroeconomiche apparentemente ancora piuttosto favorevoli. Negli Stati Uniti due terzi delle società incluse nell'indice S&P 500 hanno registrato per il secondo trimestre risultati superiori alle attese e appena il 20% utili inferiori al previsto, in linea con l'esperienza storica recente. La crescita media degli utili sul periodo corrispondente è stata di quasi l'11% (su base ponderata per le azioni), il che è parso indicare una solida redditività del settore societario. La progressione dei profitti per il secondo trimestre è risultata ancora maggiore (quasi il 16%) per le banche incluse nell'indice. Ciò nonostante, i mercati hanno prestato meno attenzione ai dati retrospettivi, quali gli utili, concentrandosi piuttosto sui rischi per la crescita economica e per la redditività futura posti dalla turbolenza all'interno e all'esterno dei mercati creditizi.

Come nelle precedenti fasi di vendite, le volatilità implicite degli indici azionari sono aumentate rapidamente all'intensificarsi del disimpegno dal mercato. L'indice VIX della volatilità implicita dell'S&P 500, che dopo l'ondata di cessioni di febbraio-marzo si era attestato attorno al 13%, è aumentato costantemente in luglio e agosto fino a raggiungere un massimo infragiornaliero del 37,5% il 16 agosto (grafico 10, diagramma di sinistra). Andamenti analoghi hanno caratterizzato l'Europa, dove a metà agosto la volatilità implicita a un mese dell'indice DJ EURO STOXX 50 ha superato il 30%. Verso la fine di agosto le volatilità implicite sono nuovamente diminuite, grazie al

Le volatilità implicite aumentano rapidamente ...

## Volatilità implicita dei mercati azionari e propensione al rischio



... mentre la propensione al rischio subisce un drastico calo

parziale dissiparsi delle turbolenze. Nondimeno, il 24 del mese le strutture a termine della volatilità implicita restavano sostanzialmente al di sopra dei livelli di fine maggio (grafico 10, diagramma centrale). Il loro sensibile appiattimento è parso indicare che i mercati non si attendevano nell'immediato un ritorno della volatilità ai bassi livelli degli inizi del 2007. L'aumento della volatilità implicita è probabilmente riconducibile anche ai maggiori premi per il rischio di volatilità risultanti dalla minore propensione al rischio degli investitori, chiaramente evidenziata dal brusco calo delle stime della tolleranza al rischio desunte dai prezzi delle opzioni e dai rendimenti azionari (grafico 10, diagramma di destra).

### I mercati emergenti danno prova di una discreta tenuta

Inizialmente le obbligazioni dei mercati emergenti resistono ...

In linea con la generale revisione del prezzo del rischio, tra fine giugno e fine agosto gli spread nei mercati emergenti sono aumentati in misura significativa. Ciò nonostante, essi hanno registrato incrementi meno bruschi che nei paesi industriali e in un primo momento hanno retto abbastanza bene di fronte all'ampliarsi dei differenziali in altri mercati. L'indice di spread EMBI Global è salito dal minimo storico di 151 punti base degli inizi di giugno a un massimo di quasi 260 a metà agosto, il livello più elevato degli ultimi otto mesi, per poi tornare a scendere e collocarsi su 238 punti base a fine agosto. Pur perdendo circa il 2,5% in termini di rendimenti, l'indice ha segnato una performance migliore di gran parte degli indicatori relativi a titoli societari con rating analogo. Nello stesso periodo, l'indice CDX a cinque anni per i mercati emergenti è cresciuto di circa 70 punti base, intorno a 170, dopo aver raggiunto un massimo di quasi 230 punti base agli inizi di agosto. Tale livello restava

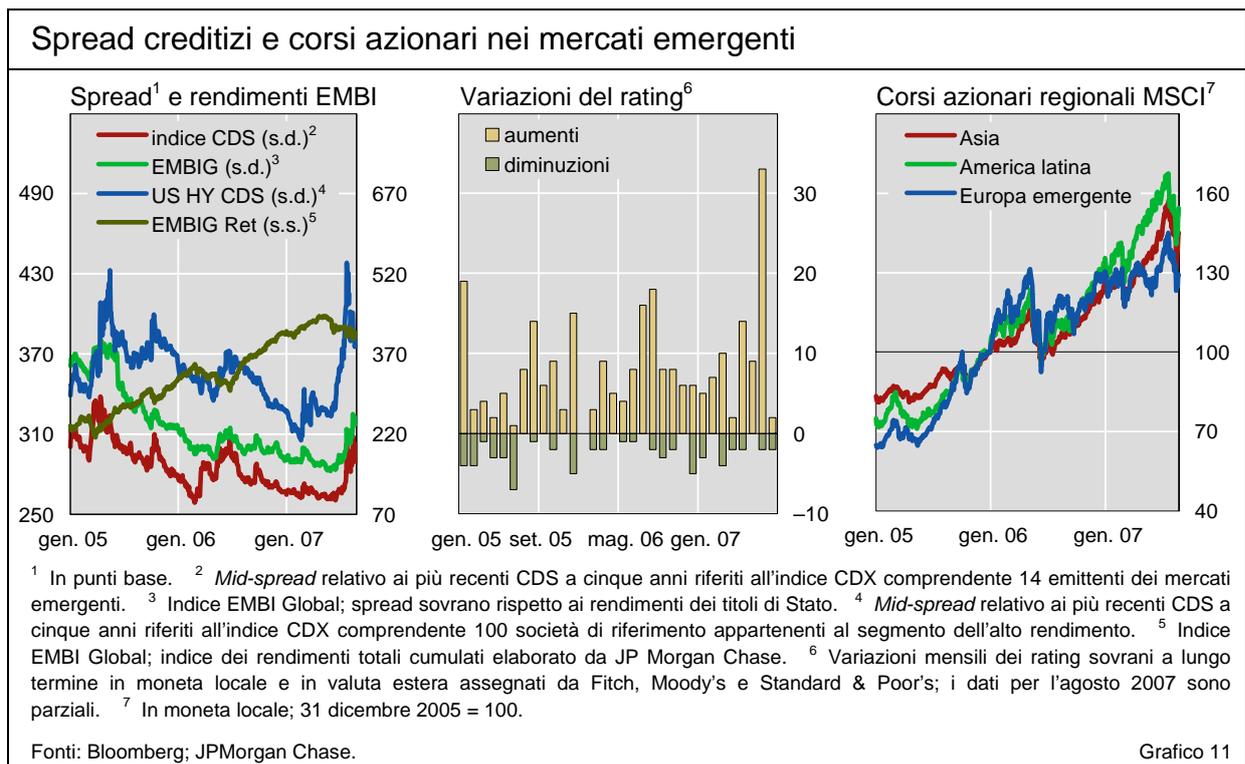
tuttavia inferiore a quelli osservati durante l'ondata di vendite del 2005 (grafico 11, diagramma di sinistra).

La minore propensione al rischio ha contagiato i titoli di debito dei mercati emergenti soltanto nella seconda fase di correzione dei mercati creditizi, dopo l'emergere a metà luglio di nuove tensioni connesse ai prestiti *subprime*. Mentre la correlazione fra gli spread delle tranche di ABX con rating BBB e quelli dei titoli di debito dei mercati emergenti tornavano sui livelli elevati non più osservati da febbraio, l'EMBI Global registrava un aumento dei differenziali di circa 50 punti base nei cinque giorni fino al 26 luglio. A metà agosto, quando i timori per la domanda di liquidità hanno iniziato a pervadere i mercati finanziari di tutto il mondo, gli spread hanno evidenziato un ulteriore incremento analogo, per poi scendere lievemente verso la fine del mese. A livello di singoli paesi i movimenti dei differenziali sono parsi riflettere in larga misura profili consolidati, per cui il mercato ha tendenzialmente seguito la direzione presa dagli emittenti più rischiosi, quali l'Argentina e l'Ecuador. Nonostante la maggiore volatilità, i miglioramenti dei rating sono rimasti molto più numerosi dei declassamenti, fornendo un qualche sostegno (grafico 11, diagramma centrale). Gli osservatori hanno inoltre segnalato fattori tecnici positivi – come i consistenti pagamenti di cedole e ammortamenti, i riscatti attesi e il basso livello di emissioni sovrane – che avrebbero concorso a determinare effetti favorevoli dal lato dell'offerta.

... ma gli spread finiscono per aumentare con la generale rivalutazione del rischio

Anche i titoli azionari dei mercati emergenti hanno evidenziato una discreta tenuta di fronte alle turbolenze, pur accusando la rivalutazione delle attività rischiose cominciata a fine luglio. Per effetto della conseguente correzione, l'indice MSCI ha perso circa il 15% rispetto al massimo del 23 luglio, per poi riprendersi verso la fine di agosto. Nell'insieme, tra fine maggio e il 24 agosto l'indice ha comunque guadagnato il 3,5% in termini di

Anche i titoli azionari dei mercati emergenti subiscono una correzione



moneta locale e il 2,5% in termini di dollari USA (grafico 11, diagramma di destra). A livello regionale, sono stati i mercati azionari asiatici a registrare risultati relativamente migliori. Ad esempio, alla borsa di Shanghai le quotazioni hanno toccato una serie di massimi storici successivi, prima di segnare un temporaneo arretramento. La resilienza dimostrata potrebbe riflettere in parte le perduranti attese di risultati macroeconomici positivi, in presenza di dati che segnalavano una robusta crescita dell'economia e degli utili societari nella regione.