

Quadro generale degli sviluppi: mercati nuovamente colpiti dai timori per le esposizioni creditizie

Nel corso del periodo in esame il deterioramento delle condizioni sul mercato USA degli immobili residenziali e l'inquietudine per i connessi rischi economici e finanziari sono rimasti in primo piano. I prezzi delle attività più rischiose avevano segnato una ripresa fino a ottobre con l'attenuarsi delle preoccupazioni di ordine sistemico, non da ultimo per effetto dell'azione risoluta delle banche centrali sui mercati monetari. Tuttavia, le incertezze riguardo ai prestiti *subprime* e ad altre esposizioni creditizie non si sono dissolte, accentuando più in generale il timore che un possibile aggravarsi della crisi del settore abitativo avrebbe finito per indebolire l'economia nel suo insieme. La più acuta percezione di questo pericolo da parte degli operatori, assieme al perdurare di condizioni di liquidità tese sui mercati monetari, ha fatto sì che il clima si deteriorasse nuovamente a partire da metà ottobre.

In tale contesto, e di fronte ai nuovi massimi raggiunti dai prezzi del greggio, le quotazioni azionarie hanno registrato nette flessioni sui principali mercati. Il settore finanziario è stato colpito in maniera particolarmente severa, sulla scia di una serie di svalutazioni per vari miliardi di dollari operate dalle banche sui loro impieghi creditizi. Inoltre, per la prima volta da diversi anni, negli Stati Uniti la crescita sull'anno precedente degli utili societari per il terzo trimestre è risultata negativa.

In siffatte circostanze, i rendimenti dei titoli di Stato nelle principali economie industrializzate sono diminuiti a causa della nuova fuga degli investitori verso la sicurezza, ma anche in seguito alle previsioni di rallentamento dell'economia. Al calo dei rendimenti hanno parimenti concorso le maggiori attese di un allentamento della politica monetaria, specie negli Stati Uniti. Tali attese, abbinate al deciso rincaro del petrolio, potrebbero avere contribuito all'aumento dei tassi di inflazione di pareggio in vari mercati.

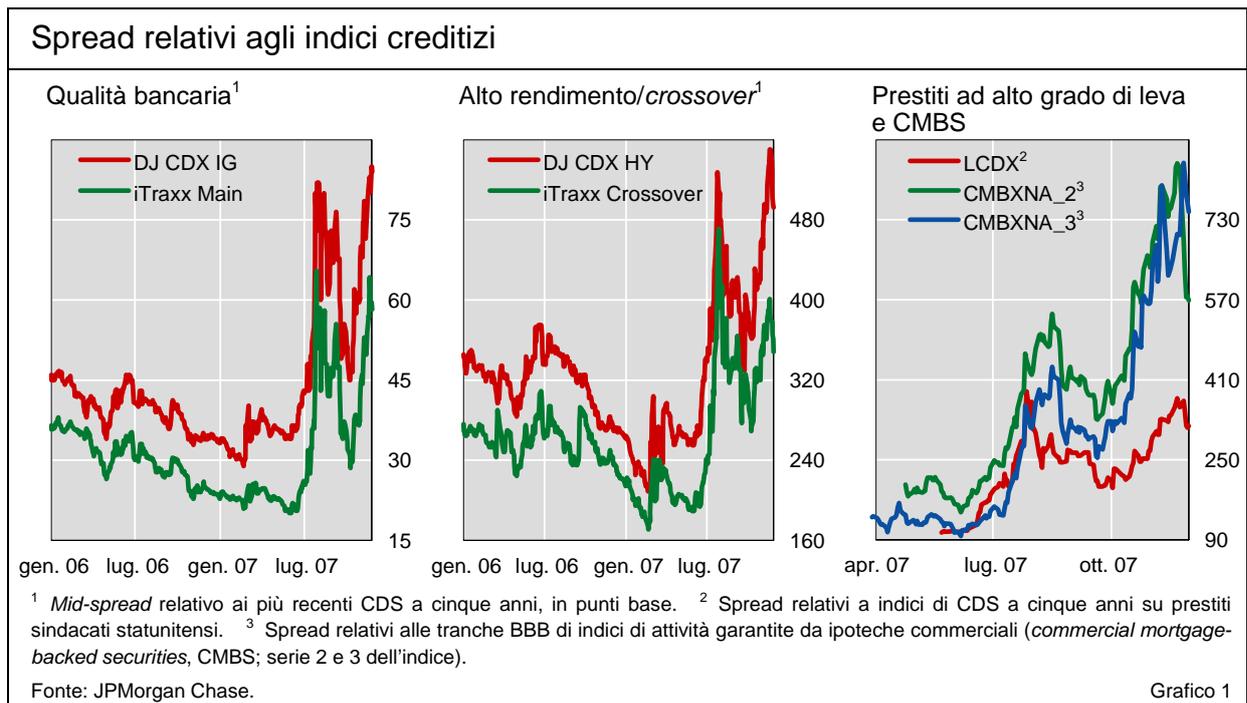
Sebbene coinvolte dalla generale debolezza dei mercati nell'ultima parte del periodo, le attività finanziarie dei paesi emergenti hanno tratto sostegno dalla convinzione che in molti casi i rischi per la crescita sarebbero stati più contenuti che nelle maggiori economie industrializzate. I titoli azionari, in particolare, hanno evidenziato una performance migliore di quelli dei mercati maturi, grazie alle attese di un'ulteriore vigorosa crescita degli utili societari.

I mercati creditizi di nuovo in primo piano

Nel periodo compreso tra fine agosto e fine novembre gli andamenti dei mercati creditizi hanno attraversato due fasi ben distinte: a un temporaneo recupero ha fatto seguito un nuovo episodio di debolezza generalizzata. I mercati del credito, nel complesso, hanno recuperato terreno fino a metà ottobre, grazie alle ripetute iniezioni di liquidità effettuate dalle banche centrali nei mercati monetari interbancari e al calo dei tassi di riferimento negli Stati Uniti. Tuttavia, le notizie sfavorevoli riguardo al mercato delle abitazioni USA hanno successivamente ravvivato i timori per le esposizioni dirette e indirette ai rischi economici e finanziari connessi. Di conseguenza, dopo aver raggiunto i rispettivi valori minimi intorno all'11 ottobre, i principali indici degli spread creditizi sono nuovamente saliti. Tra la fine di agosto e il 30 novembre lo spread relativo all'indice CDX statunitense a cinque anni del comparto dell'alto rendimento è salito di 85 punti base, a quota 492, mentre i corrispondenti spread nel comparto di qualità bancaria sono cresciuti di 9 punti base, a 76 punti. Nel corso di questa fase entrambi gli spread hanno superato i loro massimi di fine luglio, per poi registrare un nuovo lieve calo. Gli spread europei hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento dei corrispettivi statunitensi: l'indice iTraxx Crossover è infatti ritornato a 348 punti base, mentre gli spread sui titoli di elevata qualità sono aumentati, portandosi in prossimità di 53 punti. A questi livelli, gli spread per l'alto rendimento si collocavano su livelli leggermente superiori a quelli storicamente associati agli attuali bassi tassi di inadempienza, segnalando aspettative di un aumento del rischio di insolvenza (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale).

Verso la fine di settembre, in particolare, si è assistito a un generale recupero dei mercati creditizi, grazie alla decisione del FOMC il 18 settembre di tagliare di 50 punti base il tasso obiettivo sui *federal fund*, che ha provocato

I mercati creditizi recuperano in ottobre ...



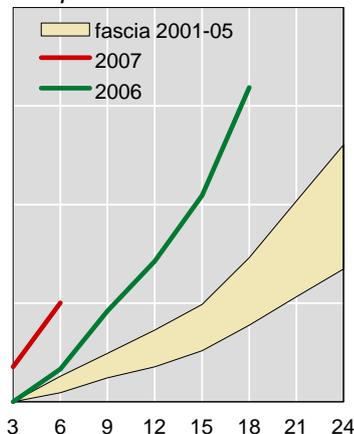
una forte reazione dei prezzi in tutti i segmenti di mercato. Gli spread creditizi sono fortemente diminuiti con l'attenuarsi dei timori più immediati di ordine sistemico. Il clima di mercato è stato inoltre favorito dalle ingenti svalutazioni annunciate dalle grandi banche, interpretate come un segnale, tanto agognato, di maggiore trasparenza riguardo alle perdite legate ai mutui ipotecari. La ripresa dei mercati, a sua volta, ha permesso alle banche di ridurre il volume (pari a \$400 miliardi) delle emissioni programmate di prestiti ad alto grado di leva e obbligazioni a elevato rendimento in attesa di finanziamento. Gli spread relativi all'indice LCDX, che si basa sui *credit default swap* (CDS) emessi a fronte di prestiti bancari di elevata qualità (*senior secured*), si sono collocati su livelli prossimi ai 200 punti base verso la fine di settembre, indicando un miglioramento della situazione (grafico 1, diagramma di destra). A fine ottobre il volume di operazioni in attesa di realizzazione era apparentemente sceso a circa \$245 miliardi, grazie al rilancio e al collocamento di vari prestiti precedentemente rimandati, come quelli a favore di First Data e TXU.

... malgrado i perduranti timori per la qualità degli attivi ...

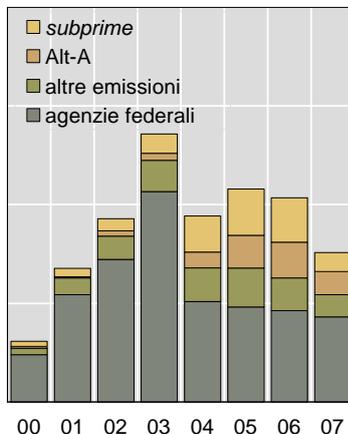
Nonostante il recupero, le condizioni del mercato degli strumenti di finanza strutturata sono rimaste deboli, continuando a risentire del peggioramento della qualità degli attivi e delle incertezze riguardo alla loro valutazione. In settembre l'erogazione di prestiti ipotecari *subprime* si era sostanzialmente esaurita, il collocamento di altri prodotti diversi da quelli delle agenzie federali si era fortemente ridotto e le grandi emissioni (*jumbo*) di titoli assistiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) sia di qualità elevata sia Alt-A erano scese drasticamente a \$3 miliardi circa, a fronte di livelli prossimi ai \$30 miliardi mensili e oltre nel 2005 e nel 2006. Considerata l'ingente quantità di mutui ipotecari a tasso variabile che subirà un ritocco dei tassi di interesse nel corso del 2008, il calo delle emissioni annuncia per il futuro un ulteriore rallentamento dei rimborsi anticipati e un aumento dei casi di morosità, indicatori che in passato hanno segnalato un rapido peggioramento

Mercati ipotecari statunitensi

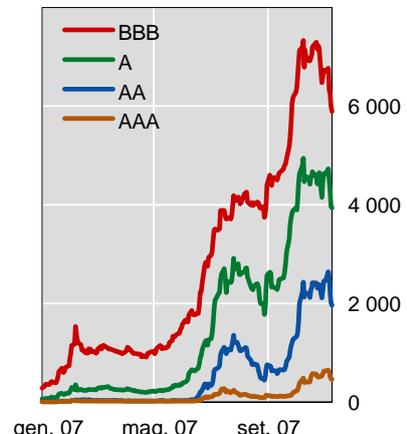
Tassi di morosità dei mutui *subprime*¹



Emissioni di MBS²



Spread delle tranche dell'indice ABX³



¹ Tassi di morosità (60+ giorni) sui mutui, per coorte, in percentuale. Sull'asse delle ascisse è riportata l'età dei mutui espressa in termini di numero di mesi. ² In triloni di dollari USA; per il 2007, primi tre trimestri. ³ Spread alla chiusura relativi all'indice di ABS garantiti da ipoteche residenziali elaborato da JPMorgan Chase (ABX.HE 2007-1), in punti base.

Fonti: JPMorgan Chase; LoanPerformance; UBS.

Grafico 2

dei fondamentali creditizi (grafico 2, diagrammi di sinistra e centrale). La pubblicazione dei dati relativi al mercato immobiliare, il 27 di settembre, ha reso il quadro ancora più fosco indicando un calo del 21% delle vendite di nuove abitazioni rispetto all'anno precedente.

... e la debolezza del mercato delle abitazioni

A partire da metà ottobre il clima di mercato ha subito un ulteriore deterioramento, allorché una nuova serie di declassamenti di obbligazioni ipotecarie ha innescato un'altra fase di debolezza generalizzata del mercato creditizio. Tra l'11 e il 19 ottobre Moody's e Standard & Poor's hanno ciascuna abbassato il rating di oltre 2 500 titoli assistiti da mutui *subprime*, per un valore nominale all'origine di complessivi \$80 miliardi circa. Tali interventi sono andati ad aggiungersi a quello di Fitch, che l'8 ottobre aveva rivisto al ribasso la valutazione di vari titoli emessi nel 2006 per un valore di circa \$18 miliardi. Dato che questi declassamenti hanno riguardato molti titoli inclusi nei vari indici ABX.HE, a seguito di tali notizie gli spread sugli ABX sono notevolmente aumentati (grafico 2, diagramma di destra), nonostante le decisioni delle agenzie fossero state ampiamente previste, sulla scorta dei dati negativi circa i tassi di morosità relativi ai titoli inclusi nell'indice (cfr. riquadro 1). In questa occasione, le tranche con rating più elevato hanno generalmente evidenziato una performance peggiore di quelle con rating più basso, poiché sembrava sempre più probabile che le perdite avrebbero finito per propagarsi oltre le tranche subordinate esistenti. Sebbene gli spread si siano alquanto stabilizzati a inizio novembre, si stima che gli investitori in titoli assistiti da garanzie *subprime* emessi nel 2006 e quotati AA abbiano realizzato al valore di mercato perdite nell'ordine del 30% tra fine agosto e fine novembre, a fronte di un 20% circa per le tranche inizialmente quotate BBB. Anche gli spread relativi agli indici di cartolarizzazioni dei prestiti ipotecari commerciali sono saliti, a indicare come gli investitori prevedessero che il deterioramento della qualità degli attivi non si sarebbe arrestato al mercato degli immobili residenziali (grafico 1, diagramma di destra).

Nuovi declassamenti di *subprime* ...

... e la registrazione di perdite al valore di mercato ...

Le nuove pressioni in vendita sui mercati ipotecari erano in parte riconducibili ai timori per la cessione di attivi da parte di CDO di finanza strutturata e di veicoli di investimento strutturati (*structured investment vehicle* SIV). Con oltre 500 CDO direttamente esposti alle sole attività declassate da Moody's, si considerava infatti che il deprezzamento delle garanzie collegato alla variazione dei rating avrebbe potuto far scattare le clausole strutturali che offrono ai detentori delle tranche senior la facoltà di liquidare il portafoglio sottostante di garanzie. Un problema correlato, quello delle perdite calcolate al valore di mercato sulle attività detenute dai SIV, ha riacquisito preminenza il 19 ottobre, quando due SIV non sono stati in condizione di onorare il proprio debito, suscitando preoccupazioni per un'eventuale cessione forzata di attività. Ciò è accaduto nonostante i segnali di stabilizzazione nei mercati delle *commercial paper* più in generale, come mostra la riduzione degli spread sulle *commercial paper* garantite da attività (ABCP) con un sostegno di liquidità del 100% (grafico 3, diagramma di destra). Nel contempo, i volumi di emissione sono ulteriormente diminuiti e il profilo dei finanziamenti è rimasto orientato

... suscitano nuovi timori per la cessione forzata di attività

Riquadro 1 – Stime indicative delle dinamiche di perdita collegate ai mutui *subprime*

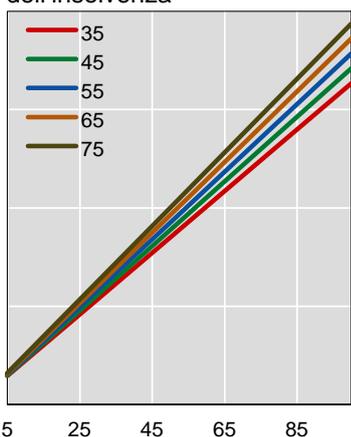
Gli osservatori del settore sia pubblico sia privato esprimono da tempo il timore che la rapida espansione dei mercati della finanza strutturata, pur avendo migliorato la capacità degli operatori di prezzare e allocare i vari rischi, abbia al tempo stesso reso più arduo rintracciare la redistribuzione dei rischi stessi all'interno del sistema finanziario[®]. Di fatto, l'incertezza circa l'entità e la distribuzione delle perdite collegate ai prestiti ipotecari è stata fra le principali determinanti delle turbolenze osservate nel mercato finanziario più in generale durante la seconda metà del 2007. Il presente riquadro cerca di far luce su un particolare aspetto di questa incertezza, quello delle complessità introdotte dalla (ri-)cartolarizzazione dei mutui ipotecari *subprime*. A tal fine, le proiezioni delle perdite per un *pool* di titoli basati su prestiti ipotecari residenziali sono sottoposte a un'analisi di sensitività dei parametri fondamentali del modello. Emerge in particolare che ipotesi di modello plausibili possono generare perdite attese considerevoli anche ai livelli di morosità attuali e che variazioni relativamente modeste di tali ipotesi possono dar luogo a forti aumenti delle perdite per le varie tranches di strumenti con esposizione ai mutui *subprime*. Ciò potrebbe a sua volta contribuire a spiegare i recenti declassamenti operati dalle principali agenzie di rating, nonché i profili di prezzo mostrati da strumenti quali l'indice ABX.

Dato il grado di cartolarizzazione delle esposizioni *subprime*, il deterioramento del mercato ipotecario era fatalmente destinato a ripercuotersi sui titoli ABS e CDO. Gli episodi di morosità nel comparto in parola sono in aumento dal 2005 e si prevede che raggiungano nuovi massimi, specie nel caso dei mutui di più recente accensione. Al tempo stesso, vi è un notevole sfasamento fra l'ingresso in sofferenza delle esposizioni *subprime* (e di altro tipo) sottostanti e la constatazione delle perdite all'interno delle strutture cartolarizzate. Poiché l'intera procedura di pignoramento può durare oltre un anno e i *pool* di garanzie non vengono solitamente valutati al valore corrente di mercato, molte delle cartolarizzazioni recenti non subiranno svalutazioni significative prima del 2008. Le tendenze in atto hanno tuttavia indotto i mercati a focalizzarsi fin d'ora sull'entità delle perdite attese e sulle modalità con cui queste si tradurranno in perdite per le singole tranches di ABS e, *in ultimis*, di CDO.

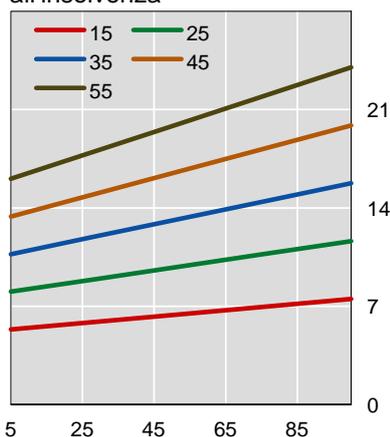
In base a semplici proiezioni delle insolvenze desunte dai dati su morosità e pignoramenti a livello di singoli prestiti nel mese di novembre 2007, si effettua una stima indicativa delle perdite sui mutui *subprime*. L'insieme di attività utilizzato corrisponde ai titoli compresi nell'indice ABX.HE 07-1 relativo a cartolarizzazioni di prestiti ipotecari residenziali. Si adotta un approccio in tre fasi. In primo luogo, sulla base delle ipotesi formulate per il "passaggio a insolvenza" dei prestiti in mora (ossia la percentuale di tali prestiti che condurrà a procedure di pignoramento o esiti peggiori), si ricavano le insolvenze attese a partire

Perdite previste in relazione ai mutui *subprime*: esposizioni all'indice ABX.HE 07-1¹

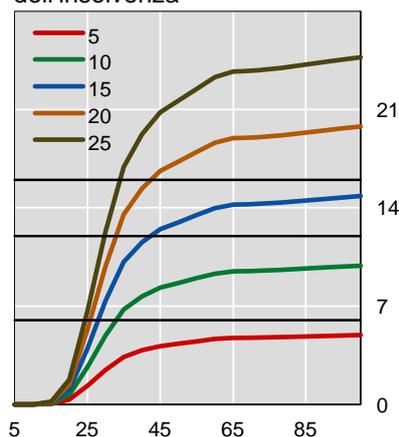
Perdita media e gravità dell'insolvenza²



Perdita media e passaggio all'insolvenza³



Perdita per il *pool* CDO e gravità dell'insolvenza⁴



¹ In percentuale del saldo originario. ² Media delle perdite (asse delle ordinate) relative alle singole componenti dell'indice ABX.HE 07-1 per diversi livelli di gravità delle insolvenze (asse delle ascisse) e diverse ipotesi di passaggio all'insolvenza. ³ Media delle perdite (asse delle ordinate) relative alle singole componenti dell'indice ABX.HE 07-1 per diversi tassi di passaggio all'insolvenza (asse delle ascisse) e diverse ipotesi di gravità delle insolvenze. ⁴ Perdite a livello di *pool* (asse delle ordinate) per diversi livelli di gravità delle insolvenze (asse delle ascisse) e quote differenti di mutui *subprime* all'interno del *pool* di garanzie; si ipotizzano un tasso di passaggio all'insolvenza del 65% e un'esposizione verso le singole componenti dell'indice ABX.HE 07-1 al livello di perdita del 10-15%. Le linee orizzontali denotano tassi di perdita del 6, 12 e 16% a livello di *pool*.

Fonti: Intex; Loan Performance; UBS; elaborazioni BRI.

dai dati sui crediti attualmente in mora. In secondo luogo, tali proiezioni sono trasformate in distribuzioni temporali delle insolvenze sulla base della relazione storica fra l'età media dei prestiti ipotecari e le perdite percentuali osservate durante la vita del prestito per i mutui accesi in epoche diverse⁶. In terzo luogo, le proiezioni di insolvenza così ottenute, unitamente alle ipotesi circa la "gravità dell'insolvenza" (ossia la perdita in caso di insolvenza), sono utilizzate per ricavare le perdite previste durante la vita del prestito. Per avere un'idea della sensitività di tali proiezioni al mutare dei parametri di modello, sono poi variati gli assunti concernenti la gravità dell'insolvenza e il passaggio a insolvenza, producendo così una matrice delle perdite attese per differenti serie di ipotesi.

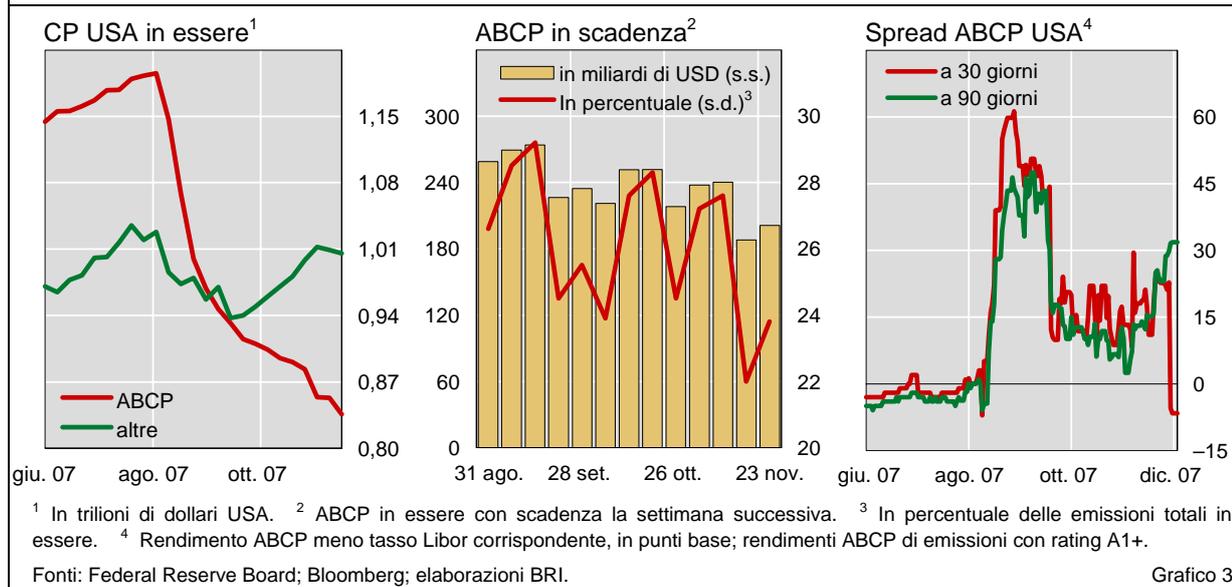
Nel grafico che precede sono presentate le perdite attese durante la vita del prestito per il portafoglio equiponderato composto dai 20 titoli dell'indice ABX.HE 07-1, calcolate in funzione della gravità dell'insolvenza e del passaggio all'insolvenza (diagrammi di sinistra e centrale). Le perdite attese attraversano la soglia di perdita del 10% per le insolvenze di gravità pari a circa il 25%, e salgono a oltre il 15% per una gravità pari o superiore al 35%. Storicamente, le situazioni di crescita bassa o negativa dei prezzi delle abitazioni si sono accompagnate a un tasso di passaggio a insolvenza del 60-70% e a una gravità dell'insolvenza del 30-40% circa. Questi valori indicherebbero perdite attese pari o superiori al 15%. Di fatto, considerata l'insolita debolezza dell'attuale contesto, il manifestarsi di perdite significativamente maggiori appare plausibile e potrebbe spiegare il forte sconto sul nominale richiesto attualmente dagli investitori nell'indice ABX.

Lo stesso procedimento può essere impiegato per illustrare le dinamiche di perdita relative a ipotetici CDO basati su portafogli con una certa quota di mutui ipotecari *subprime*⁷. Il diagramma di destra del grafico riporta le proiezioni delle perdite per portafogli di CDO con esposizioni equiponderate verso le componenti dell'indice ABX, al livello di perdita del 10-15% (questa specificazione implica che le perdite a livello di ABS incidano sul *pool* di garanzie solo dopo che il 10% delle attività sottostanti è stato esaurito, e limitatamente alla soglia del 15%; la parte restante del *pool* si suppone non sia intaccata). Posto un passaggio a insolvenza del 65%, le perdite attese sono rappresentate in funzione della gravità delle insolvenze e della quota ipotetica di esposizioni *subprime* all'interno del *pool*. Le linee orizzontali (corrispondenti a livelli di perdita del 6, 12 e 16%) forniscono a loro volta un'indicazione di massima del punto in cui potrebbero cominciare a subire perdite le tranches di CDO con rating BBB, A e AA rispettivamente, qualora le strutture ipotizzate rispondessero ai requisiti previsti per tali rating⁸.

Nonostante la sua natura ipotetica, questo esercizio dimostra quanto le perdite attese sui CDO possano essere sensibili a cambiamenti nelle esposizioni al comparto *subprime* e nella gravità delle insolvenze. I *pool* di CDO dovrebbero cominciare a patire perdite allorché la gravità dell'insolvenza si situa intorno al 15%, poiché in questo caso le perdite oltrepassano la protezione fornita dalla subordinazione a livello di ABS. Per livelli di gravità superiori, le perdite attese sui CDO continueranno a crescere, avvicinandosi al livello del 6%, dove si presume situarsi la tranche più junior. Nel caso in cui il *pool* di garanzie contenga una quota modesta di esposizioni *subprime*, tale tranche sarebbe considerata "sicura" anche a livelli molto elevati di gravità dell'insolvenza. Per contro, una quota più alta, congiunta a un livello di gravità dell'insolvenza pari al 30-40% (ossia uno scenario di debolezza del mercato delle abitazioni), potrebbe facilmente dare luogo a perdite attese superiori alle soglie previste per i rating BBB e A. La sensitività delle proiezioni di perdita al variare dei parametri di modello è in linea con il numero e l'entità delle correzioni di rating osservate finora per le cartolarizzazioni basate su crediti *subprime*, nonché sintomatica della probabilità di nuovi declassamenti in caso di ulteriore deterioramento dei fondamentali del mercato immobiliare.

⁶ Una caratteristica importante di molti di questi strumenti è la suddivisione in tranches, che protegge gli investitori al livello più elevato (o senior) della struttura da eventuali perdite fintantoché non siano state esaurite tutte le tranches subordinate. Cfr. CSFG, *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, gennaio 2005. ⁷ A tal fine, le perdite durante la vita del prestito sono definite come insolvenze cumulate al 60° mese e le ipotesi sul profilo temporale sono basate sulle medie storiche in situazioni di moderato incremento (pari a meno del 5%) dei prezzi delle abitazioni. Cfr. UBS, "Mortgage Strategist", 26 giugno 2007, per maggiori dettagli sulla metodologia utilizzata nelle proiezioni. ⁸ Per ragioni di praticità, è necessario assumere varie ipotesi semplificative che riducono l'applicabilità diretta dell'analisi ai *pool* effettivi di CDO. I dati di Moody's indicano che l'esposizione dei CDO al comparto *subprime* varia notevolmente, passando dall'1% fino all'88% del totale. Inoltre, poiché le attività del *pool* provengono mediamente da 64 emittenti diversi e il livello di concentrazione degli emittenti è basso, le esposizioni sono in genere molto più diversificate nel caso dei CDO che non in quello dell'indice ABX. Per giunta, i mutui contenuti nei *pool* di CDO tenderebbero ad avere un'età maggiore, il che dovrebbe limitare l'incidenza di quelli più dissestati. Cfr. Moody's, "The impact of subprime residential mortgage-backed securities on Moody's-rated structured finance CDOs: a preliminary review", 23 marzo 2007. ⁹ Corrispondenti in linea generale alla qualità BBB, tenuto conto delle forme di garanzia del tipo *excess spread* e *overcollateralisation*. ¹⁰ Cfr. I. Fender e J. Kiff, "CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications", *Journal of Credit Risk*, vol. 1(3), 2005, pagg. 37-58.

Mercati delle asset-backed commercial paper (ABCP)



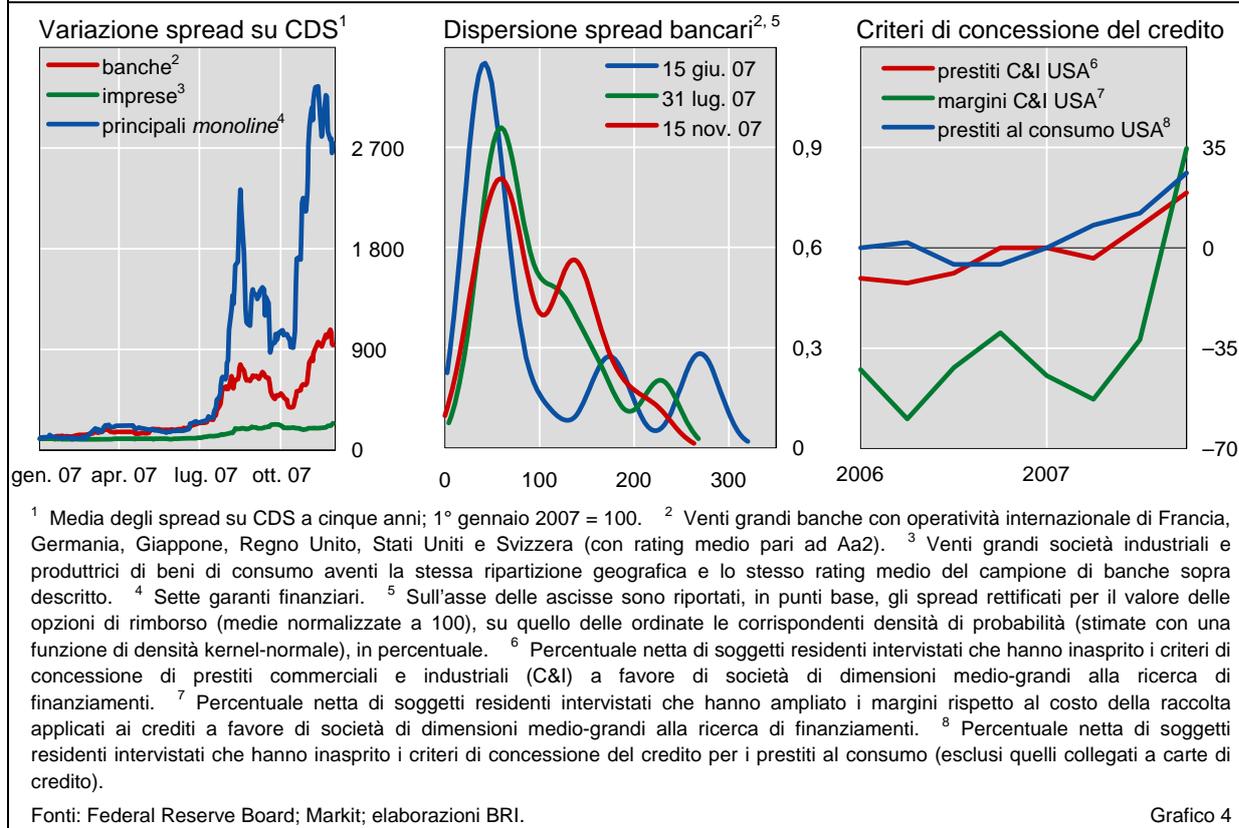
verso le scadenze a breve termine pari o inferiori a una settimana, viste le difficoltà ancora incontrate dagli investitori nella valutazione delle garanzie a supporto delle ABCP in un contesto di liquidità generalmente scarsa dei mercati (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale).

Mentre i mercati riconsiderano le esposizioni al rischio ...

A partire dalla metà di ottobre, dunque, il clima negativo ha ricominciato a propagarsi dal settore dei prestiti ipotecari all'insieme del mercato del credito, allorché l'attenzione degli investitori si è nuovamente rivolta verso i perduranti problemi legati all'esposizione verso attività a rischio. Un segnale delle persistenti incertezze circa l'entità e la distribuzione delle perdite derivanti da tali esposizioni era rappresentato dal prezzo della protezione dal rischio di insolvenza delle banche e di altre istituzioni finanziarie, indicativo di crescenti timori per le tensioni nel settore finanziario. Sebbene le notevoli svalutazioni annunciate nel corso del terzo trimestre, nel periodo di segnalazione degli utili, avessero già fornito alcune indicazioni preliminari delle perdite a venire, le revisioni al ribasso su larga scala e il nuovo indebolimento dei mercati creditizi facevano ritenere che ulteriori perdite stavano per materializzarsi. Le connesse inquietudini per le posizioni patrimoniali delle banche sono state poi acuite da nuovi provvedimenti delle agenzie di rating: il 23 ottobre Standard & Poor's ha corretto al ribasso il giudizio su 145 tranches di CDO, del valore complessivo di \$3,7 miliardi all'emissione, e più avanti nella stessa settimana Moody's ha declassato 117 tranches di CDO e Fitch ha messo sotto esame \$37 miliardi di CDO in vista di un eventuale declassamento. Nelle settimane seguenti sono stati presi numerosi altri provvedimenti di questo tipo. Gli spread di molti CDS riferiti a banche e altre società finanziarie si sono quindi mossi ben al di sopra dei livelli osservati durante l'estate, specie per quanto riguarda gli istituti particolarmente attivi nel mercato della cartolarizzazione oppure noti per fare massicciamente ricorso al mercato all'ingrosso per il proprio finanziamento. Contemporaneamente, si è continuato a operare una minore differenziazione tra le banche di maggiori dimensioni rispetto al periodo precedente l'ondata di

... gli spread del settore finanziario registrano un netto aumento ...

Spread delle società del settore finanziario e criteri di concessione del credito



vendite nei mercati creditizi, forse per la continua scarsa trasparenza in merito alle loro esposizioni (grafico 4, diagrammi di sinistra e centrale).

Le perdite riconducibili ai prestiti ipotecari hanno cominciato a fare la loro apparizione anche al di fuori del settore bancario. Particolarmente colpiti sono stati i garanti finanziari, che forniscono forme di sostegno esterno al credito per i titoli garantiti da ipoteca o di altro tipo. L'ampliamento degli spread sulle tranche senior degli strumenti strutturati aveva determinato al valore di mercato una perdita di valore delle assicurazioni su tali prodotti. Le connesse inquietudini per il possibile incremento delle richieste di indennizzo hanno pertanto provocato un netto aumento degli spread su società del settore come Ambac e FGIC a cavallo fra ottobre e novembre. Tale andamento ha a sua volta evidenziato i timori del mercato riguardo al deterioramento persino degli strumenti ipotecari con i rating migliori, nonché per l'eventualità che gli investitori potessero subire perdite su tali strumenti in caso di declassamento o di altri eventi che conducessero a una svalutazione di tali attività (grafico 4, diagramma di sinistra).

L'andamento sfavorevole degli spread del settore finanziario si è protratto per la maggior parte di novembre, alimentato da nuove deludenti segnalazioni sugli utili e da perdite riconducibili ai mutui. Nonostante ciò, gli spread hanno lievemente recuperato verso la fine del mese grazie alle rilevanti iniezioni di capitali nel settore finanziario. Al contrario, gli spread delle società non finanziarie non hanno fatto registrare variazioni comparabili di livello e di dispersione nel corso del periodo in esame, sebbene le indagini nell'area

... alimentando i timori di nuove perdite ...

... e un inasprimento delle condizioni di finanziamento

dell'euro, in Gran Bretagna e negli Stati Uniti segnalassero un inasprimento delle condizioni di finanziamento per le imprese e i consumatori. Pertanto, nella misura in cui ciò lascia presagire un indebolimento della crescita economica e una disponibilità di fondi più limitata (cfr. il capitolo sull'attività bancaria e finanziaria internazionale in questa *Rassegna trimestrale* per maggiori dettagli sull'attività di emissione del settore societario), gli spread per le imprese mutuarie con minore merito di credito potrebbero trovarsi sotto pressione nei prossimi mesi (grafico 4, diagramma di destra).

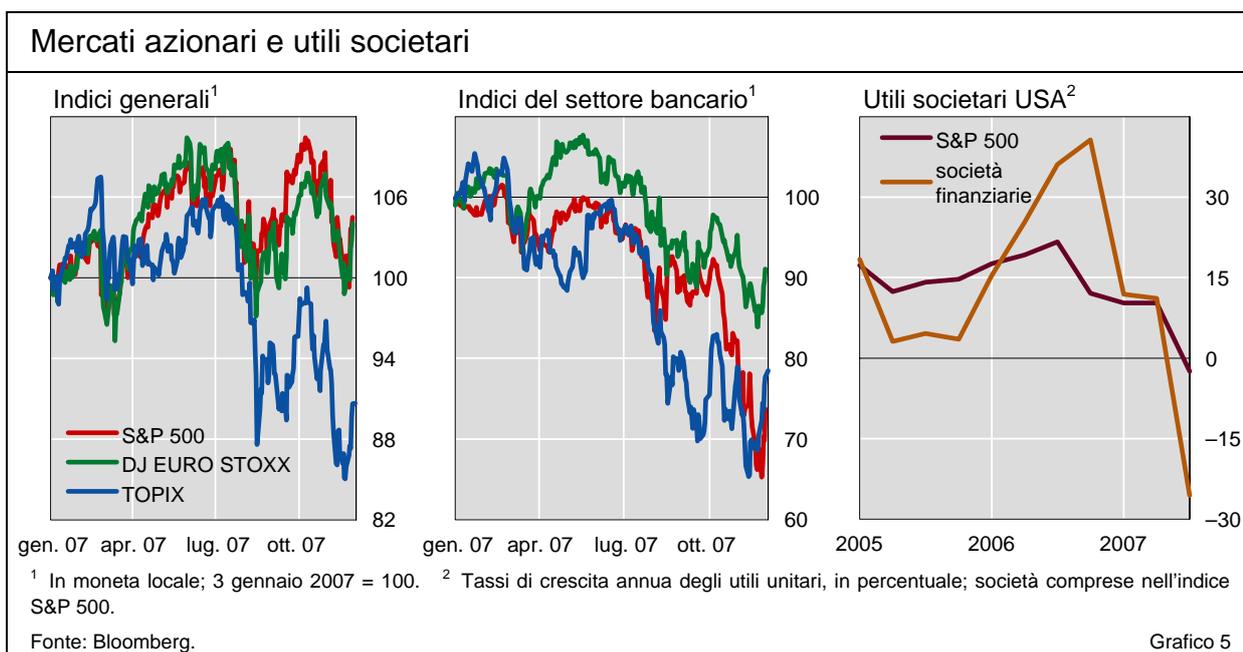
Le svalutazioni incidono pesantemente sui corsi delle azioni bancarie

I mercati azionari globali hanno in larga misura rispecchiato quanto avvenuto nei mercati creditizi nel periodo in rassegna. Le quotazioni hanno inizialmente registrato una ripresa generalizzata e il 9 ottobre l'indice S&P 500 ha raggiunto un massimo storico. Dalla metà di ottobre, tuttavia, esse hanno cominciato a cedere terreno allorché i rinnovati timori legati al mercato creditizio sono tornati a suscitare preoccupazioni circa l'andamento futuro dei profitti e a ridurre la propensione al rischio degli investitori. Il netto rialzo dell'ultima settimana di novembre ha risollevato i corsi azionari dai minimi toccati nella parte precedente del mese. Ciò nonostante, tra metà ottobre e fine novembre, gli indici S&P 500, TOPIX e Dow Jones EURO STOXX hanno perso rispettivamente il 4,4, il 7,6 e il 2,6% (grafico 5, diagramma di sinistra).

I timori legati al mercato creditizio inducono un calo delle quotazioni azionarie ...

... una netta flessione degli utili ...

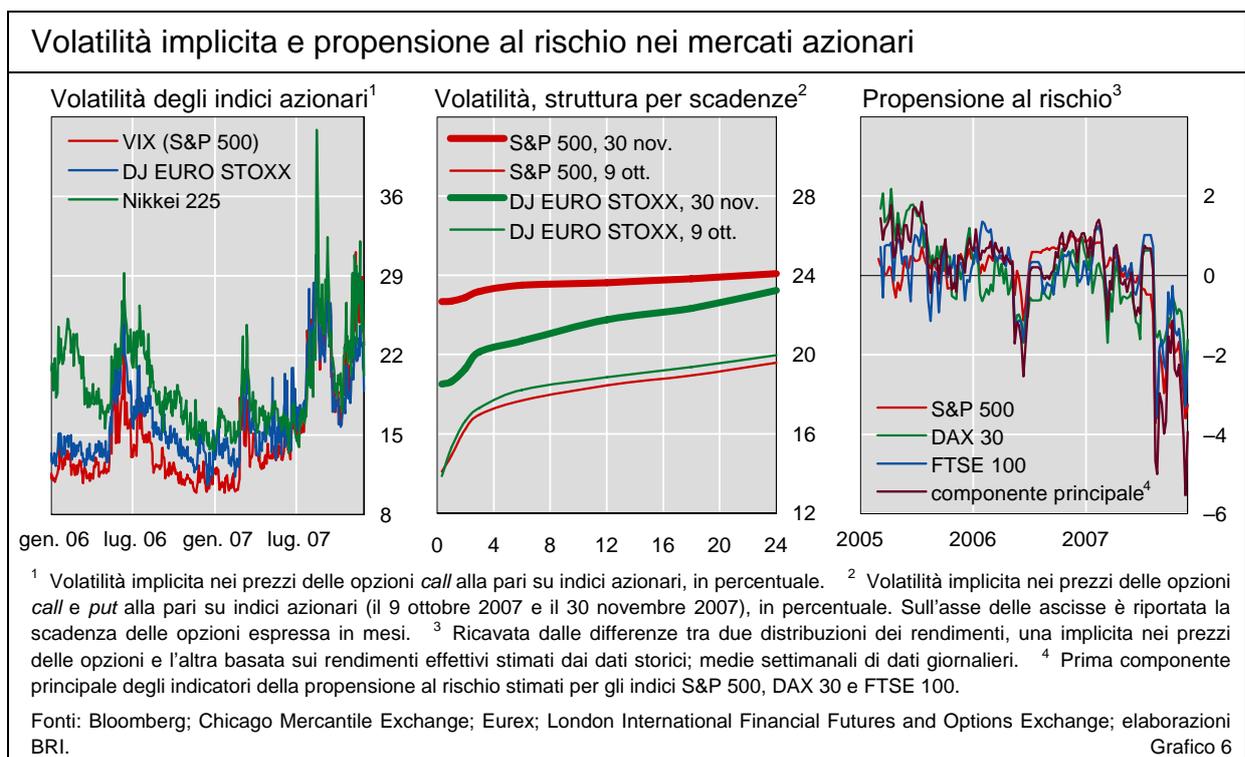
La crescita degli utili per il terzo trimestre, in particolare negli Stati Uniti, è stata molto meno sostenuta rispetto ai livelli cui si erano abituati i mercati negli ultimi anni, contribuendo alla flessione delle quotazioni azionarie. Sebbene le sorprese positive in merito agli utili statunitensi abbiano continuato a superare quelle negative, le aspettative di crescita degli utili in base alle quali tali sorprese sono determinate erano nettamente inferiori al passato, per cui anche



gli utili realizzati sono stati molto più ridotti. Nel terzo trimestre la variazione media degli utili sull'anno precedente è stata del -2,5% (su base ponderata per il numero di azioni), mettendo fine a una serie di 20 trimestri consecutivi di crescita a due cifre, mediamente pari a non meno del 17% (grafico 5, diagramma di destra).

A incidere sui mercati azionari internazionali a partire dalla seconda metà di ottobre è stata anche la performance scadente del settore finanziario, dovuta a una serie di svalutazioni per diversi miliardi di dollari legate a prodotti della finanza strutturata. A seguito di tali perdite, le banche, specie negli Stati Uniti, hanno visto le proprie quotazioni crollare (grafico 5, diagramma centrale), e sono state in vari casi interessate da cambiamenti ai massimi vertici aziendali. Non è quindi sorprendente che gli utili del terzo trimestre delle imprese finanziarie statunitensi comprese nell'indice S&P 500 siano fortemente diminuiti, risultando ben più negativi di quelli dell'indice nel suo insieme (grafico 5, diagramma di destra). Le tensioni non sono state confinate alle sole banche statunitensi, e diversi istituti di altri paesi hanno parimenti registrato ingenti perdite collegate ai mutui *subprime*. Inoltre, i timori degli investitori che le svalutazioni segnalate per il terzo trimestre rappresentassero solo una piccola parte di quanto avrebbe finito per emergere hanno ulteriormente penalizzato i corsi dei titoli bancari. Andamenti analoghi si sono osservati in altri comparti del settore finanziario. In ottobre le quotazioni di alcuni dei maggiori garanti finanziari hanno registrato una caduta del 40-60%, mentre il valore di mercato del capitale sociale delle agenzie statunitensi di credito ipotecario Freddie Mac e Fannie Mae ha perso oltre il 40% tra metà ottobre e fine novembre nonostante il lieve recupero messo a segno nell'ultima settimana di novembre in seguito alle maggiori aspettative di ulteriori riduzioni

... e ingenti svalutazioni da parte delle banche ...



dei tassi da parte della Fed, nonché alle voci di un piano dell'Amministrazione USA volto a ridurre il numero di pignoramenti di abitazioni.

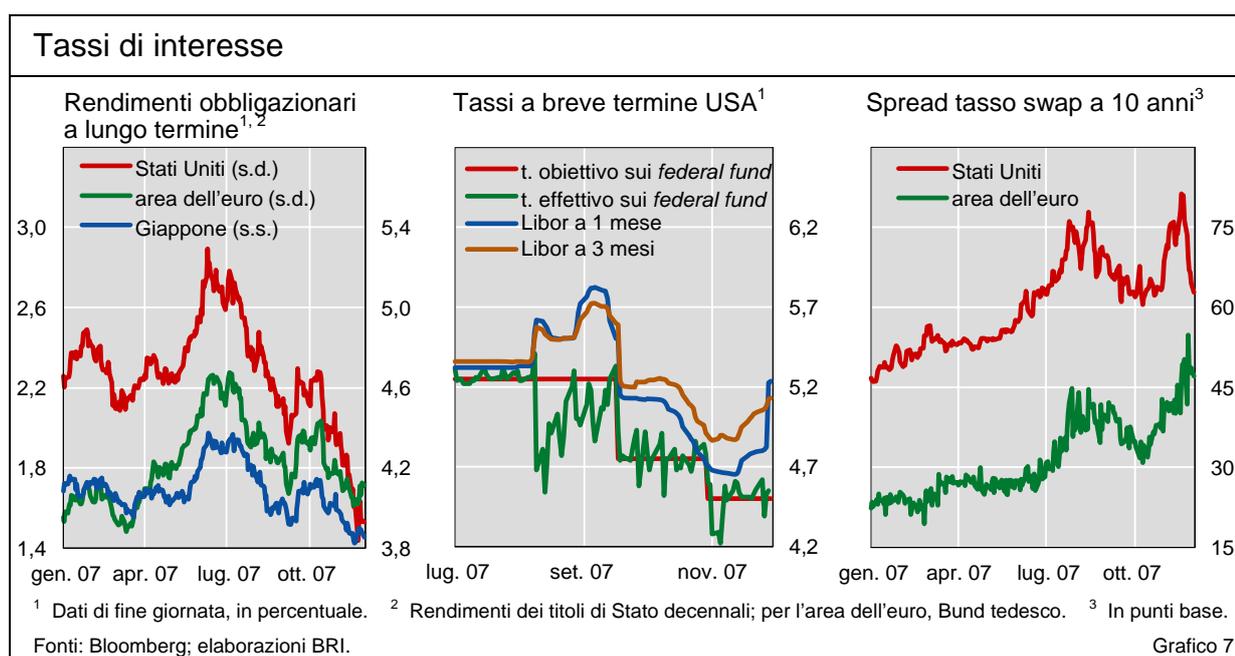
... mentre le
volatilità implicite
tornano a salire

In questo contesto, le volatilità implicite hanno segnato un nuovo consistente incremento, dopo che erano scese dai massimi di agosto (grafico 6, diagramma di sinistra). L'indice della volatilità implicita S&P 500 VIX, diminuito a ben il 16% il 9 ottobre, ha toccato appena un mese dopo il 31%, un livello persino superiore a quelli registrati al culmine della prima fase della crisi del credito. Sviluppi analoghi si sono osservati altrove: le volatilità implicite a un mese sul DJ EURO STOXX 50 e sul Nikkei 225 sono decisamente aumentate nella seconda metà del periodo in rassegna (grafico 6, diagramma di sinistra). Inoltre, a fine novembre la pendenza delle strutture a termine delle volatilità implicite indicava che la volatilità dei corsi azionari e i connessi premi al rischio sarebbero rimasti elevati per diverso tempo (grafico 6, diagramma centrale). Al contempo, gli indicatori della tolleranza al rischio nei mercati azionari hanno nuovamente segnato una netta flessione dopo la breve ripresa di settembre (grafico 6, diagramma di destra).

La fuga verso la sicurezza e i timori per la crescita spingono al ribasso i rendimenti obbligazionari

I rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nelle principali economie industriali hanno complessivamente rispecchiato l'andamento dei mercati dei prodotti creditizi e di altre attività rischiose. Essi sono leggermente aumentati in settembre e agli inizi di ottobre, in concomitanza con i segnali di miglioramento della situazione sui mercati finanziari, per poi tornare successivamente a scendere quando le tensioni sui mercati sono riemerse ed è ripresa la fuga verso la sicurezza (grafico 7, diagramma di sinistra). Come durante i mesi estivi, tra le economie del G3 sono stati i rendimenti statunitensi a evidenziare le flessioni più consistenti, con una caduta dei tassi sui titoli del Tesoro USA a

Calo dei rendimenti
obbligazionari ...



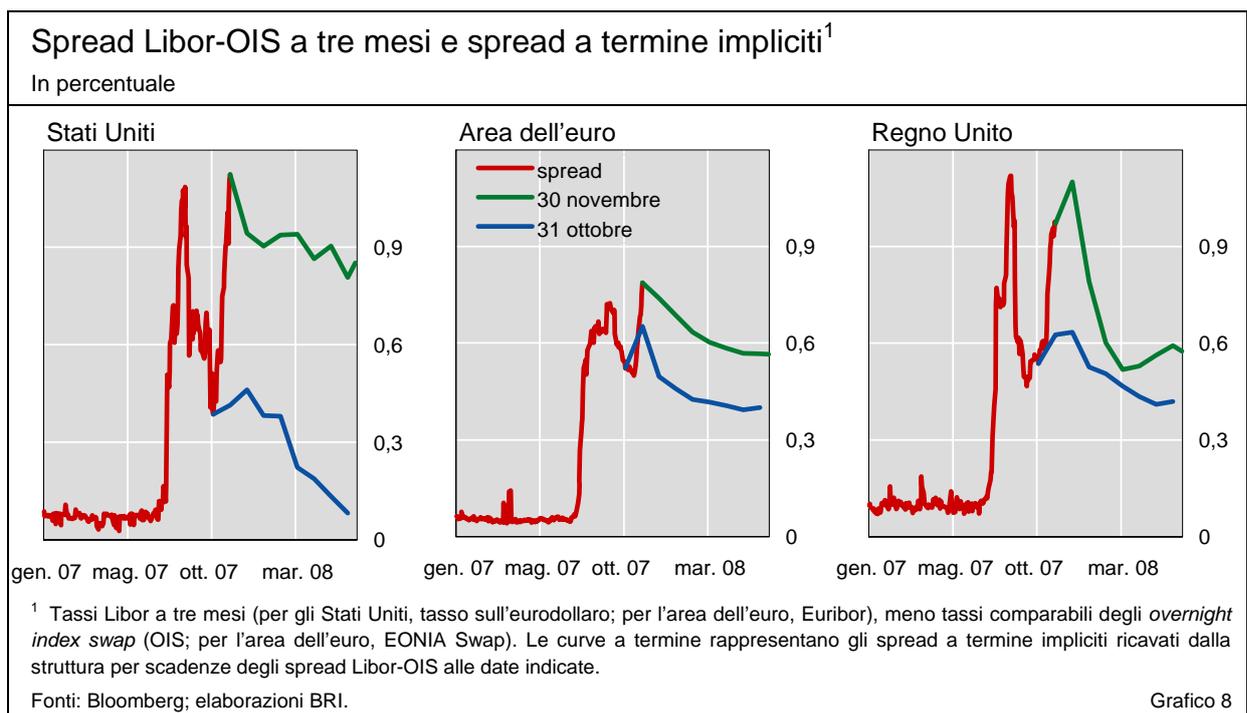
10 anni di quasi 75 punti base tra metà ottobre e fine novembre, a fronte di un calo di circa 30 e 25 punti base dei rendimenti comparabili dell'area dell'euro e del Giappone rispettivamente.

Nei mercati monetari, fortemente perturbati già dai primi di agosto, la situazione ha continuato a peggiorare nel mese di settembre, con un rialzo dei tassi interbancari nella maggior parte delle economie da livelli già elevati. Il Regno Unito ha registrato alcuni degli incrementi più marcati in questo periodo, allorché i problemi di illiquidità della società di credito ipotecario Northern Rock si sono fatti sempre più evidenti, finendo per provocare una corsa agli sportelli da parte della clientela. Il 17 settembre l'annuncio del Tesoro britannico secondo cui il governo avrebbe garantito i depositi presso Northern Rock ha arrestato tale corsa ed è parso contribuire a un parziale ritorno alla calma anche nei mercati interbancari.

La situazione dei mercati monetari è lentamente migliorata nella seconda metà di settembre e durante buona parte di ottobre, con un leggero restringimento degli spread nel comparto interbancario. Tale evoluzione ha fatto seguito a una temporanea interruzione del flusso di cattive notizie provenienti dai mercati creditizi, alle continue immissioni di liquidità da parte delle banche centrali (cfr. il riquadro 2) e a un allentamento della politica monetaria statunitense. Il taglio di 50 punti base dei tassi da parte della Federal Reserve il 18 settembre ha avuto un impatto particolarmente significativo (grafico 7, diagramma centrale).

Tuttavia, di fronte all'arrivo a metà ottobre di una nuova serie di notizie negative concernenti il settore bancario e con il deteriorarsi del clima di fiducia nei mercati creditizi, i tassi interbancari del mercato monetario sono tornati a salire. Un ulteriore segnale dell'acuirsi del nervosismo è provenuto dal considerevole ampliamento degli spread sui tassi swap (grafico 7, diagramma di destra), un andamento storicamente associato all'aumento dell'avversione al

... con l'intensificarsi delle tensioni sul mercato monetario ...



Riquadro 2 – Iniziative delle banche centrali in risposta alle turbolenze nei mercati monetari

François-Louis Michaud e William Nelson

A partire da agosto diverse banche centrali di paesi industrializzati hanno adottato un'ampia gamma di provvedimenti in risposta alle turbolenze nei mercati monetari (cfr. tabella) allo scopo di equilibrare al tasso di riferimento la domanda e l'offerta di riserve bancarie. La domanda era divenuta più elevata e volatile poiché le banche commerciali dovevano fronteggiare una maggiore incertezza riguardo ai flussi di pagamento e un costo nettamente più alto in caso di eventuale carenza di liquidità. In base all'analisi della situazione e al quadro operativo vigente, le iniziative intraprese hanno comportato ad esempio modifiche di entità, frequenza, scadenza e altre condizioni delle operazioni di mercato, nonché un allentamento dei termini relativi agli schemi di finanziamento attivabili su iniziativa delle controparti. I diversi quadri istituzionali nazionali rendono difficile una valutazione comparata dell'intensità relativa delle misure messe in atto nei vari paesi.

Iniziative adottate da agosto 2007 dalle banche centrali¹ per accrescere la liquidità

| | RBA | BoC | BCE | BoJ | BNS | BoE | Fed |
|--|-----|-----|-----------------|-----|-----------------|-----------------|-----|
| Operazioni di regolazione puntuale straordinarie (frequenza, condizioni) | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Operazioni di mercato aperto a lungo termine straordinarie | No | No | Sì | No | Sì | Sì | Sì |
| Modifiche alle operazioni su iniziativa delle controparti | No | No | No | No | No | No | Sì |
| Ampliamento della gamma di garanzie idonee | Sì | Sì | No | No | Sì ² | Sì | Sì |
| Modifiche agli obblighi di riserva delle banche | No | No | No | No | No | Sì ³ | No |
| Altre modifiche all'offerta di riserve | No | No | Sì ⁴ | No | No | No | No |

RBA = Reserve Bank of Australia; BoC = Bank of Canada; BCE = Banca centrale europea; BoJ = Bank of Japan; BNS = Banca nazionale svizzera; BoE = Bank of England; Fed = Federal Reserve System.

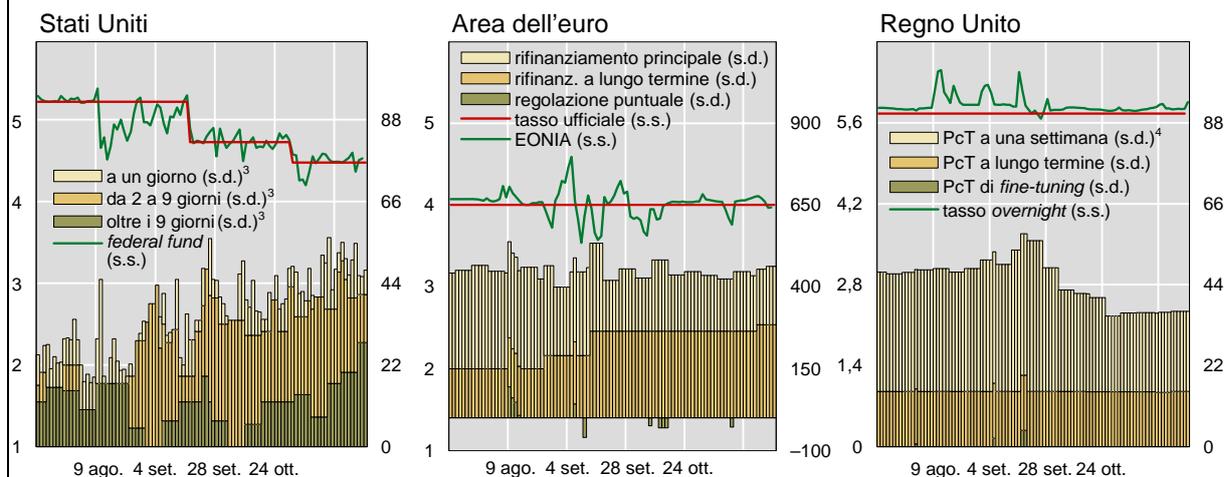
¹ Banche centrali corrispondenti alle monete maggiormente scambiate. ² Modifica entrata in vigore il 1° ottobre, non motivata dalla situazione di turbolenza. ³ In settembre. ⁴ Da ottobre, immissione di liquidità in eccesso all'inizio del periodo di mantenimento e graduale riassorbimento.

Fonti: banche centrali.

Agli inizi di agosto varie banche centrali hanno reagito alle pressioni al rialzo sul tasso *overnight* nei rispettivi mercati interbancari sia effettuando ingenti immissioni temporanee di liquidità sia rendendo disponibili tali fondi in modo più flessibile (cfr. grafico seguente, diagrammi di sinistra e centrale). Dal 9 al 14 agosto, ogni giorno, la BCE ha condotto operazioni *overnight* di regolazione puntuale, che in tempi recenti avevano avuto luogo di norma solo una volta al mese circa. I finanziamenti così forniti sono stati pari inizialmente a €95 miliardi e sono infine scesi a €8 miliardi. Nella prima operazione la BCE ha preso l'inusuale decisione di soddisfare l'insieme delle richieste al tasso di riferimento del 4%, mentre negli altri casi sono state eseguite normali procedure d'asta a tasso variabile. Venerdì 10 agosto la Federal Reserve ha effettuato in via straordinaria tre aste pronti contro termine (PcT) *overnight*, l'ultima delle quali nel primo pomeriggio, per un totale di \$38 miliardi. La Fed non ha modificato la gamma di garanzie accettate per le operazioni di mercato, ma in alcuni giorni di metà agosto gli operatori primari hanno stanziato quote relativamente consistenti di *mortgage-backed securities*, piuttosto che titoli del Tesoro o di agenzie federali. Anche varie altre banche centrali, quali la Reserve Bank of Australia, la Bank of Canada, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera, hanno condotto operazioni di mercato al di fuori della consueta programmazione o per importi superiori alla norma in risposta alle turbolenze in agosto e, talvolta, nel periodo successivo.

La Bank of England di regola fornisce liquidità mediante operazioni di mercato per un ammontare pari all'aggregato degli obiettivi di riserva definiti dalle banche all'inizio di ogni periodo di mantenimento (della durata di un mese)⁰. Di riflesso al protrarsi della tensione nei mercati, in settembre le riserve

Operazioni temporanee¹ delle banche centrali e tassi del mercato monetario² nel 2007



¹ Importi in essere in miliardi di unità di moneta locale; un valore positivo/negativo denota rispettivamente un'iniezione/assorbimento di liquidità. Per gli Stati Uniti e il Regno Unito, operazioni pronti contro termine (PcT); per l'area dell'euro, operazioni di rifinanziamento e di regolazione puntuale. ² In percentuale. ³ Scadenza originaria in termini di giorni lavorativi. ⁴ Il calo delle operazioni PcT a una settimana riflette la fornitura di riserve al mercato tramite il ricorso alla linea di appoggio allestita per Northern Rock.

Fonte: statistiche nazionali.

richieste hanno segnato in aggregato un incremento del 6%. Inoltre, poiché i tassi di mercato sui crediti *overnight* garantiti continuavano a superare il tasso di riferimento in misura maggiore del consueto, il 13 settembre la Bank of England ha aumentato del 25% l'ammontare aggregato di riserve fornite e il 18 settembre ha condotto un'operazione di regolazione puntuale straordinaria immettendo un ulteriore 25% dell'obiettivo di riserva aggregato. Tali fondi aggiuntivi sono stati quindi nuovamente offerti il 20 settembre nell'operazione di mercato aperto settimanale prevista.

Le banche centrali hanno altresì adottato una serie di provvedimenti per rimediare alla perdurante carenza di finanziamenti nei mercati monetari a termine per scadenze oltre quella *overnight*. Il 17 agosto la Federal Reserve ha ridotto di 50 punti base il tasso applicato alle operazioni di prestito su iniziativa delle controparti e ha esteso la durata massima dei prestiti da ventiquattro ore a trenta giorni. Questo allentamento era forse inteso a incoraggiare le banche a concedere crediti di cassa e di firma ad altri istituti. Il 23 agosto e il 12 settembre la BCE ha effettuato operazioni straordinarie di rifinanziamento a più lungo termine e da allora ha mantenuto invariata la risultante maggiore quota di tali rifinanziamenti. Analogamente, il 21 settembre la Bank of England ha proposto per la prima volta operazioni PcT con scadenza a tre mesi. Nelle quattro aste condotte, tuttavia, non si sono registrate richieste poiché i tassi a termine erano già leggermente calati dopo l'annuncio del programma. Verso la fine di novembre, in risposta alle accentuate pressioni di fine anno sui tassi interbancari, la Federal Reserve e la BCE hanno deciso di effettuare ulteriori operazioni a termine con scadenze fino al 2008 e hanno reso nota l'intenzione di intraprendere all'occorrenza nuove iniziative per mantenere i tassi interbancari in prossimità di quelli di riferimento corrispondenti.

Inoltre, diverse banche centrali hanno in certa misura ampliato, in via temporanea o permanente, la gamma di garanzie considerate idonee. Sebbene avesse già consentito l'impiego di *asset-backed commercial paper* (ABCP) per le operazioni di sconto, in agosto la Federal Reserve ha cominciato ad accettare dalle controparti ABCP per le quali esse fornivano liquidità o supporto creditizio. Nello stesso mese la Bank of Canada ha deciso di ammettere provvisoriamente in garanzia per le operazioni di mercato tutti i titoli già ritenuti idonei per quelle attivabili su iniziativa delle controparti. In settembre la Reserve Bank of Australia ha incluso le ABCP e i titoli garantiti da mutui residenziali nell'elenco delle attività stanziabili per le operazioni PcT *overnight* e quelle discrezionali. I PcT a tre mesi della Bank of England sono stati messi a disposizione a fronte di una gamma di garanzie più ampia di quella applicabile alle operazioni regolari.

Benché l'ammontare lordo delle transazioni sia cresciuto nel corso della fase di turbolenza, i rifinanziamenti sono in larga misura rientrati, in linea con la domanda media di riserve definita dagli schemi della riserva obbligatoria. Negli Stati Uniti, ad esempio, dopo avere toccato un massimo durante un periodo di mantenimento in agosto, le riserve eccedenti (non riportate) sono tornate su livelli normali

anche se le operazioni PcT sono aumentate per rispondere alla domanda stagionale di contante e compensare i titoli del Tesoro detenuti in via definitiva e giunti a scadenza. La relativa stabilità dell'ammontare in essere delle operazioni di rifinanziamento nell'area dell'euro è in parte riconducibile al riassorbimento della liquidità immessa, coerentemente con la domanda determinata dagli obblighi di riserva.

Può risultare fuorviante confrontare gli importi lordi, o persino quelli netti cumulati, delle operazioni delle banche centrali allo scopo di valutare in che misura esse assecondano la maggiore richiesta di riserve. Nel caso in cui le operazioni abbiano scadenze più brevi, ad esempio, sarà necessario effettuare un numero superiore per soddisfare un determinato livello di domanda. Difatti, anche se la liquidità fornita negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ha raggiunto un picco all'inizio di agosto, essa è stata in genere erogata mediante operazioni *overnight*, liquidatesi automaticamente il giorno successivo. Inoltre, l'entità media della domanda può variare in misura considerevole da un paese all'altro a causa delle differenze tra gli obblighi di riserva, i quali, ad esempio, sono notevolmente più elevati nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.

^① Ai fini del raggiungimento dell'obiettivo di riserva previsto per il "periodo di mantenimento", le banche possono compensare disavanzi e surplus giornalieri. Al di fuori del Regno Unito l'importo medio dovuto è generalmente definito mediante una formula stabilita dalla banca centrale ("obbligo di riserva"). Cfr. *BIS Papers* n. 9, "Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area", dicembre 2001, e Comitato sui mercati, *Monetary policy frameworks and central bank operations*, BRI, dicembre 2007.

rischio e alla percezione di un incremento dei rischi per il sistema bancario. I differenziali tra i tassi interbancari a tre mesi e quelli sugli *overnight index swap* (OIS) sono parimenti aumentati (grafico 8), indicando a un tempo un'accresciuta preferenza per la liquidità e un aumento dei premi per il rischio di controparte: i prestiti interbancari comportano infatti un esborso iniziale, mentre i contratti OIS prevedono il regolamento per differenziale alla scadenza. Le inquietudini del mercato erano particolarmente marcate in riferimento alla situazione di liquidità attesa intorno a fine anno (periodo in cui la domanda di liquidità tende generalmente ad aumentare e i mercati risultano particolarmente vulnerabili a situazioni di illiquidità), come testimonia il netto rialzo dei tassi interbancari a un mese quando tale scadenza è giunta in prossimità della fine dell'anno (grafico 7, diagramma centrale). Tuttavia, oltre a tali preoccupazioni, gli spread a termine impliciti fra tassi interbancari e OIS sembravano indicare le aspettative di una persistente carenza di liquidità, nonché il perdurare di timori per il rischio di controparte. Essi risultavano infatti cresciuti anche per le scadenze al di là dell'inizio del 2008 e la pendenza della struttura a termine oltre il volgere dell'anno risultava in linea con le attese del persistere di forti tensioni sui mercati monetari per un periodo prolungato (grafico 8).

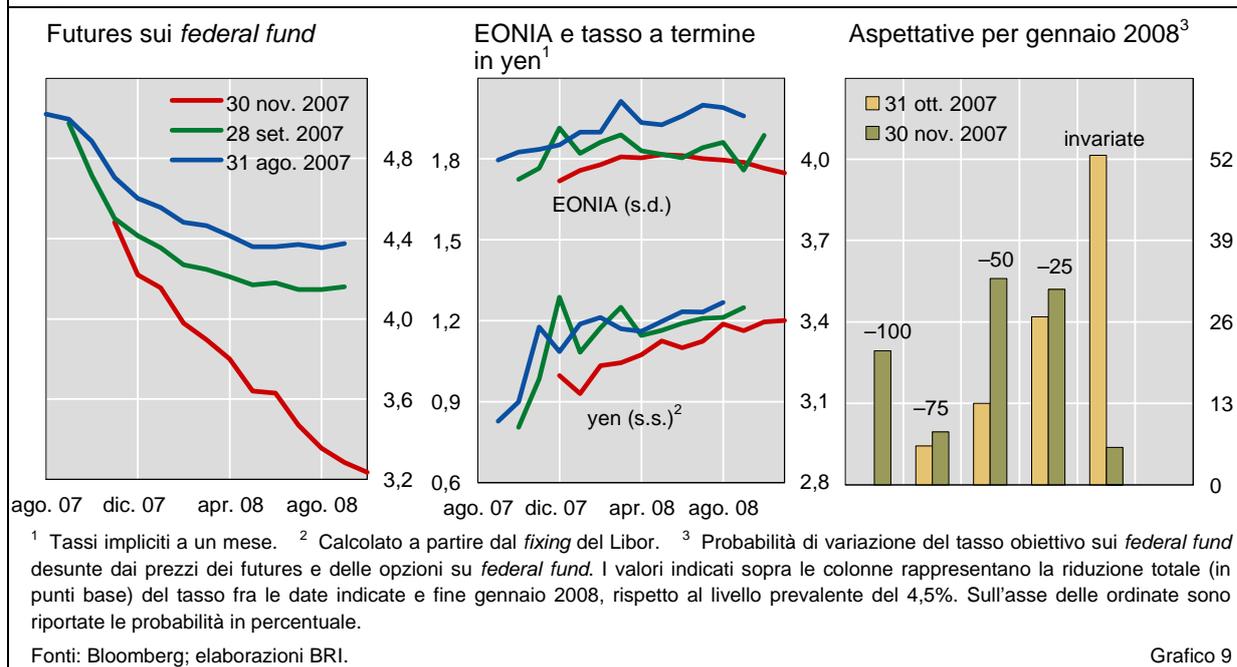
... considerate
durature

Ulteriori riduzioni
dei tassi sui *federal
fund* sono conside-
rate sempre più
probabili ...

In questo contesto, le aspettative di ulteriori tagli dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve si sono intensificate a fine ottobre e in novembre; per quel che riguarda la BCE e la Bank of Japan si è invece cominciato a ritenere che i tassi di riferimento sarebbero rimasti invariati per qualche tempo (grafico 9, diagrammi di sinistra e centrale). Mentre la riduzione dei tassi di 50 punti base operata dalla Fed il 18 settembre era risultata più ampia del previsto, quella successiva di 25 punti base il 31 ottobre è stata pienamente scontata dai mercati. In quest'ultima occasione la dichiarazione rilasciata dal FOMC sembrava trasmettere un messaggio neutrale ("i rischi al rialzo per l'inflazione bilanciano sostanzialmente quelli al ribasso per la crescita"), e la probabilità implicita che la Fed si sarebbe astenuta dal ritoccare i tassi sino a

Curve dei tassi a termine e aspettative riguardo al tasso sui *federal fund*

In percentuale

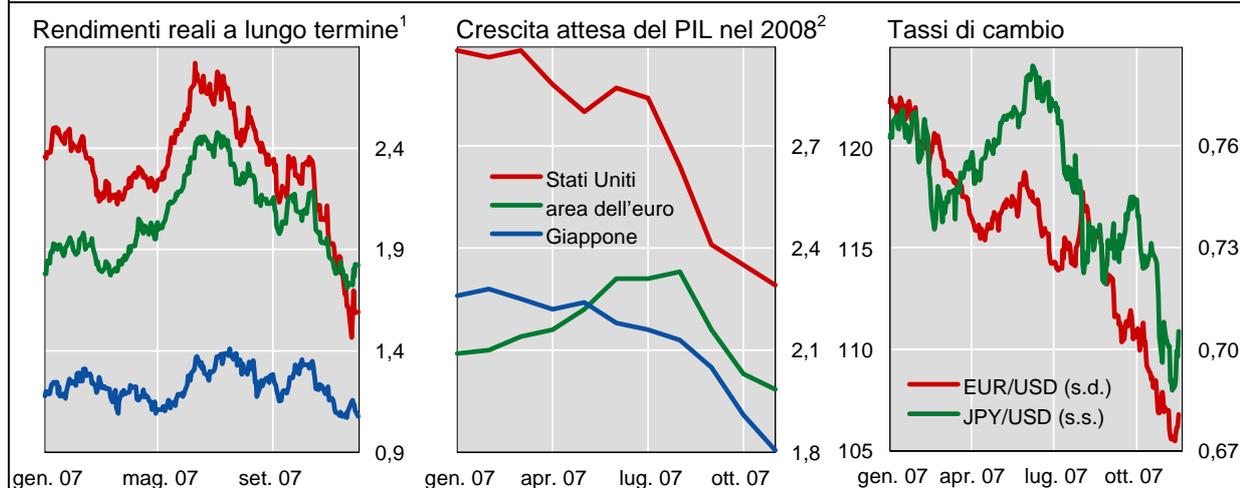


fine gennaio 2008 era superiore al 50%. Tale probabilità si è tuttavia rapidamente ridotta nelle settimane seguenti la riunione del FOMC. A fine novembre, quando ormai le dichiarazioni rese dai funzionari della Federal Reserve sottolineavano la necessità di flessibilità nella determinazione dei tassi di riferimento, la probabilità implicita di un mantenimento di tassi invariati sino a fine gennaio era scesa al 5% circa, mentre l'ipotesi di una riduzione di almeno 50 punti base era considerata la più verosimile (grafico 9, diagramma di destra).

Come indicato dalle marcate flessioni dei rendimenti in termini reali delle obbligazioni indicizzate, le aspettative di un ulteriore allentamento della politica monetaria sono state alimentate in ampia misura dai timori per le ripercussioni della perdurante crisi finanziaria sulla crescita dell'economia reale. Di fronte ai segnali di un significativo deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e dei primi cali degli utili, sono cresciute le aspettative di un rallentamento considerevole dell'attività economica. Gli investitori ritenevano particolarmente vulnerabile l'economia statunitense, come mostra la flessione più marcata dei rendimenti reali a lungo termine negli Stati Uniti: tra la fine di agosto e la fine di novembre il rendimento delle obbligazioni indicizzate statunitensi a 10 anni è sceso di 75 punti base, mentre quelli degli analoghi titoli dell'area dell'euro e del Giappone sono diminuiti rispettivamente di circa 30 e 15 punti base (grafico 10, diagramma di sinistra). I risultati di un'indagine condotta tra gli economisti delle banche concordavano in buona parte con questa osservazione, mettendo in luce aspettative di un proseguimento del calo della crescita del PIL reale USA nel 2008, nonostante le marcate correzioni al ribasso dei mesi precedenti (grafico 10, diagramma centrale). Persino nell'area dell'euro e in Giappone dove le attese di crescita avevano superato

... con l'aumento dei timori di un netto rallentamento dell'economia

Rendimenti in termini reali, aspettative di crescita e tassi di cambio



¹ Rendimenti dei titoli del Tesoro indicizzati a dieci anni, in percentuale; per l'area dell'euro, rendimento dei titoli del Tesoro francesi indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro. ² Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics, in percentuale; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state formulate le previsioni.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Grafico 10

La crisi finanziaria pregiudica le prospettive di crescita dell'area dell'euro

relativamente indenni le turbolenze dei mesi estivi, i dati delle indagini autunnali hanno evidenziato un significativo deterioramento delle attese per l'attività economica nel 2008. Nel caso del Giappone il peggioramento sarebbe in larga misura riconducibile alla continua debolezza dell'economia interna, in quello dell'area dell'euro alle persistenti turbative finanziarie e al conseguente inasprimento delle condizioni di credito, unitamente alla flessione del dollaro.

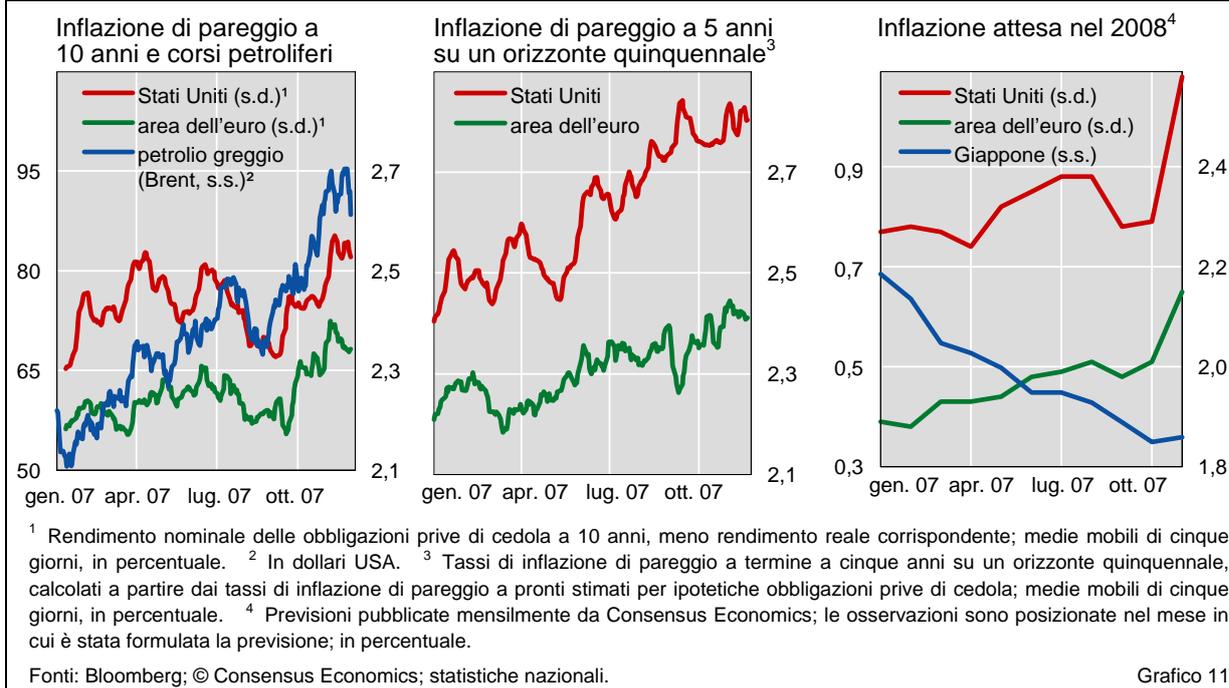
Con il ritorno delle tensioni legate al settore creditizio in ottobre e novembre, i mercati dei cambi hanno registrato oscillazioni analoghe a quelle osservate nella prima fase della crisi del credito. Il calo della propensione al rischio e l'aumento della volatilità hanno ancora una volta indotto gli investitori a liquidare parte delle operazioni di *carry trade*. Di conseguenza, le valute di finanziamento a basso rendimento, quali lo yen giapponese e il franco svizzero, si sono rafforzate nei confronti delle valute "bersaglio", quali il dollaro neozelandese e quello australiano. Tuttavia, diversamente da quanto avvenuto nei mesi estivi, il dollaro USA ha registrato un netto e prolungato calo tra settembre e novembre, raggiungendo una serie di minimi storici nei confronti dell'euro e diversi minimi pluriennali rispetto allo yen e a varie altre monete (grafico 10, diagramma di destra). Le aspettative secondo cui i tassi di riferimento sarebbero stati ridotti di più e più rapidamente negli Stati Uniti che nella maggior parte delle altre economie sembrano aver concorso in misura significativa all'indebolimento della moneta USA.

... mentre continua la flessione del dollaro

L'aumento dei tassi di pareggio indica un incremento delle aspettative di inflazione ...

La turbolenza nei mercati finanziari nel periodo in rassegna si è inoltre caratterizzata per un concomitante aumento dei tassi di inflazione di pareggio sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Mentre durante la breve correzione di febbraio-marzo, nonché in occasione della prima fase di turbolenza dell'estate, i tassi di inflazione di pareggio a 10 anni in queste economie erano rimasti stabili o erano leggermente calati, tra fine agosto e fine novembre essi sono aumentati di circa 20 punti base negli Stati Uniti e di 10 punti base nell'area dell'euro (grafico 11, diagramma di sinistra). Ciò è parso indicare un

Tassi di inflazione di pareggio, corsi petroliferi e aspettative di inflazione



aumento dell'inflazione attesa, in linea con i dati delle indagini che segnalavano un incremento delle aspettative di inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro per il 2008 (grafico 11, diagramma di destra). L'incremento della correlazione tra i prezzi del petrolio e i tassi di inflazione di pareggio negli ultimi mesi indica che l'aumento delle aspettative di inflazione potrebbe essere in larga misura ascrivibile al rialzo delle quotazioni petrolifere durante gran parte del periodo in rassegna. Nondimeno, esso potrebbe essere dovuto in parte anche alle percezioni degli investitori riguardo alla politica monetaria. I tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, probabilmente meno influenzati dall'aumento dei prezzi del petrolio e da altri shock passeggeri, hanno continuato a salire a livelli relativamente elevati sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro (grafico 11, diagramma centrale). Gli investitori sono parsi sempre più dell'opinione che le banche centrali avrebbero dovuto mantenere un orientamento più accomodante del normale al fine di contenere i rischi per la crescita economica derivanti dalla fragilità dei mercati finanziari.

... a fronte del rincaro del petrolio ...

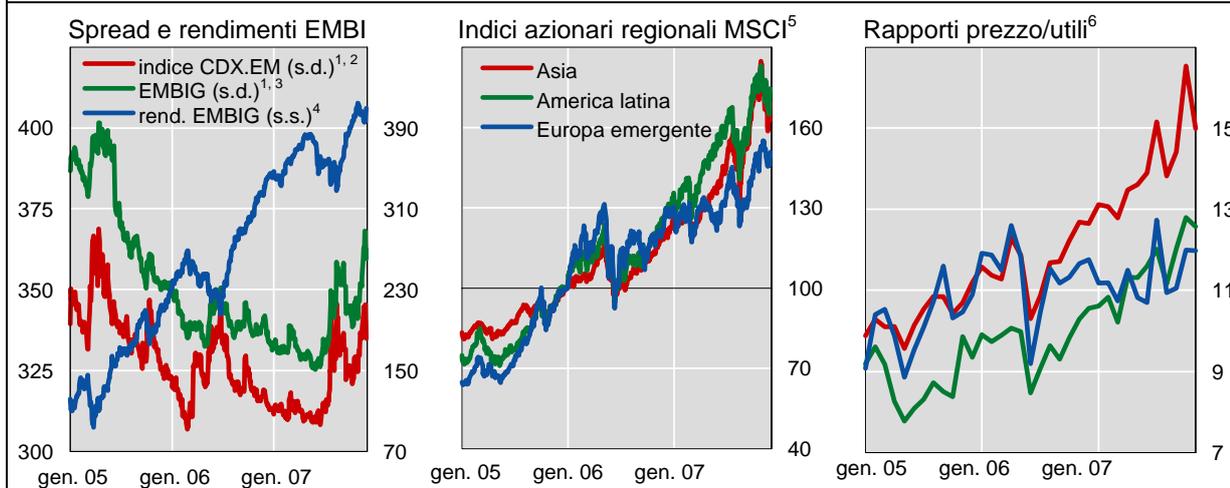
... e di aspettative di un allentamento della politica monetaria

Segnali di uno "sganciamento" e "riagganciamento" delle economie emergenti

Le attività finanziarie dei mercati emergenti hanno continuato a essere generalmente sostenute dalle percezioni secondo cui in numerose economie emergenti i rischi di una flessione della crescita sarebbero minori che negli Stati Uniti o in altre economie industrializzate. Di riflesso a questo cosiddetto "sganciamento", e in seguito ai notevoli guadagni messi a segno tra la fine di agosto e gli ultimi di ottobre, i principali indici azionari dei mercati emergenti hanno segnato una performance migliore di quelli dei mercati maturi. Tuttavia,

L'andamento delle attività dei mercati emergenti rispecchia uno "sganciamento" ...

Attività dei mercati emergenti



¹ In punti base. ² *Mid-spread* relativo ai più recenti CDS a cinque anni riferiti a 14 emittenti dei mercati emergenti. ³ Indice EMBI Global; spread sovrani rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato. ⁴ Indice EMBI Global; indice dei rendimenti totali cumulati elaborato da JPMorgan Chase. ⁵ In moneta locale; 31 dicembre 2005 = 100. ⁶ Basati sulle previsioni prevalenti in merito agli utili operativi a un anno relativi agli indici MSCI.

Fonti: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; elaborazioni BRI.

Grafico 12

con il nuovo ampliamento degli spread dei mercati emergenti a partire da metà ottobre, il crescente divario tra l'andamento dei mercati azionari e quello dei mercati creditizi indicava una divergenza di opinioni tra gli investitori in merito alla sostenibilità delle valutazioni relative nei vari mercati e paesi. Queste tensioni possono a loro volta aver contribuito all'indebolimento dei mercati azionari nell'ultima parte del periodo in rassegna.

... ma i mercati obbligazionari ...

L'indice EMBI Global di obbligazioni dei mercati emergenti ha guadagnato il 4,3% circa in termini di rendimento tra fine agosto e fine novembre e il 6,7% rispetto al minimo di metà agosto. Questa performance favorevole ha contribuito a mascherare il netto cambiamento del clima di mercato determinato dall'evoluzione dei mercati creditizi più in generale. Gli spread sul debito dei paesi emergenti, in calo sino al 12 ottobre, si sono ampliati fino a sfiorare al termine del periodo in esame i 260 punti base, un livello di circa 4 punti superiore al massimo del 16 agosto (grafico 12, diagramma di sinistra). A testimonianza della differenziazione che gli investitori hanno continuato a operare tra gli emittenti, gli aumenti dei prezzi di importanti materie prime, e in particolare del greggio WTI, che il 25 ottobre ha superato quota \$90/barile, hanno tendenzialmente favorito i mutuatari come l'Ecuador e il Venezuela durante parte del periodo.

... e azionari ...

Le azioni dei mercati emergenti hanno toccato una serie di massimi nel mese di ottobre, per poi ridiscendere in novembre. Le valutazioni hanno in parte beneficiato degli sviluppi positivi del mercato statunitense. Tra la decisione del FOMC del 18 settembre e il 9 ottobre, giorno in cui l'S&P 500 ha raggiunto il suo massimo storico, l'indice MSCI Emerging Markets ha guadagnato in termini di valuta locale approssimativamente l'11% e un ulteriore 5,5% nella parte restante del mese. Pur avendo ceduto parte del terreno guadagnato in novembre, l'indice ha comunque registrato un rialzo del 24% circa rispetto al minimo del 17 agosto. Tenendo conto del contestuale

... sono coinvolti dalla più generale debolezza dei mercati

deprezzamento effettivo del 3,9% registrato dalla moneta statunitense nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dei mercati emergenti, i rendimenti in termini di dollari sono stati persino più elevati, pari a quasi il 30% (grafico 12, diagramma centrale).

Le azioni dei mercati emergenti hanno continuato a beneficiare delle aspettative di una crescita sostenuta del PIL mondiale, dell'ordine del 4% circa nel 2008 in base alle recenti previsioni. Le stime di consenso sulla crescita cinese sono rimaste superiori di oltre 1 punto percentuale a quelle dell'anno scorso. Di riflesso a questo clima positivo, le previsioni sugli utili si sono mantenute su livelli elevati, contenendo l'aumento degli indicatori prospettici delle valutazioni azionarie. Dopo i consistenti rialzi dei corsi azionari in numerosi mercati emergenti sino a fine ottobre, i rapporti prezzo/utili medi erano pari a circa 14, ossia pressoché in linea con quelli delle maggiori economie industriali. Sebbene l'indebolimento dei mercati azionari abbia successivamente ridotto questi valori, i rapporti prezzo/utili di diversi paesi sono rimasti elevati in base ai parametri storici e al confronto con altri mercati. Le valutazioni in Cina e India, ad esempio, hanno superato quelle di Stati Uniti e Giappone di oltre il 30% e in misura persino maggiore le loro stesse medie di lungo periodo. Nella misura in cui tali livelli sono dovuti alla situazione macroeconomica globale, le valutazioni di alcuni mercati potrebbero apparire elevate qualora un cambiamento delle prospettive mondiali dovesse deprimere le attese sugli utili (grafico 12, diagramma di destra).

Mentre le previsioni di crescita rimangono favorevoli ...

... le valutazioni azionarie in alcuni paesi sono storicamente elevate