

Quadro generale degli sviluppi: correzioni di prezzo in reazione ai rischi per la crescita

Dopo un mese di dicembre relativamente calmo, caratterizzato da una sostanziale invarianza dei mercati, in gennaio i crescenti indizi di un rallentamento dell'economia reale hanno indotto una generale rivalutazione del rischio congiunturale e un connesso mutamento nelle attese per la politica monetaria. Sebbene nel corso del periodo in esame le tensioni sui mercati monetari si siano leggermente attenuate, i deludenti dati macroeconomici statunitensi, unitamente alle nuove ingenti svalutazioni operate da varie banche e ai timori concernenti i garanti finanziari, hanno fatto apparire sempre più probabile la trasmissione delle difficoltà finanziarie internazionali all'economia reale.

Allorché gli investitori hanno compreso che le ricadute economiche della crisi creditizia avrebbero potuto oltrepassare i confini degli Stati Uniti, nei mercati delle attività ha avuto inizio una fase di massicce vendite. Gli spread creditizi, che di fatto già da qualche tempo rispecchiavano le inquietudini circa la debolezza economica più in generale, hanno toccato nuovi massimi sotto l'influsso delle crescenti tensioni nel settore finanziario. Sempre in gennaio, i mercati azionari internazionali hanno accusato netti cali, di fronte alla correzione al ribasso delle aspettative degli investitori sulla redditività futura. Nel mese seguente, tuttavia, essi hanno recuperato terreno, evidenziando una performance migliore rispetto ai mercati del credito, grazie al sostegno dei ripetuti interventi di politica monetaria negli Stati Uniti. Gli investitori, a loro volta, hanno prontamente incorporato nei prezzi tagli addizionali dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve e di altre banche centrali, prevedendo nuovi indizi di un rallentamento della crescita. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati all'inflazione sono calati, in misura ancora maggiore dei rendimenti nominali, spingendo verso l'alto i tassi di inflazione di pareggio negli Stati Uniti.

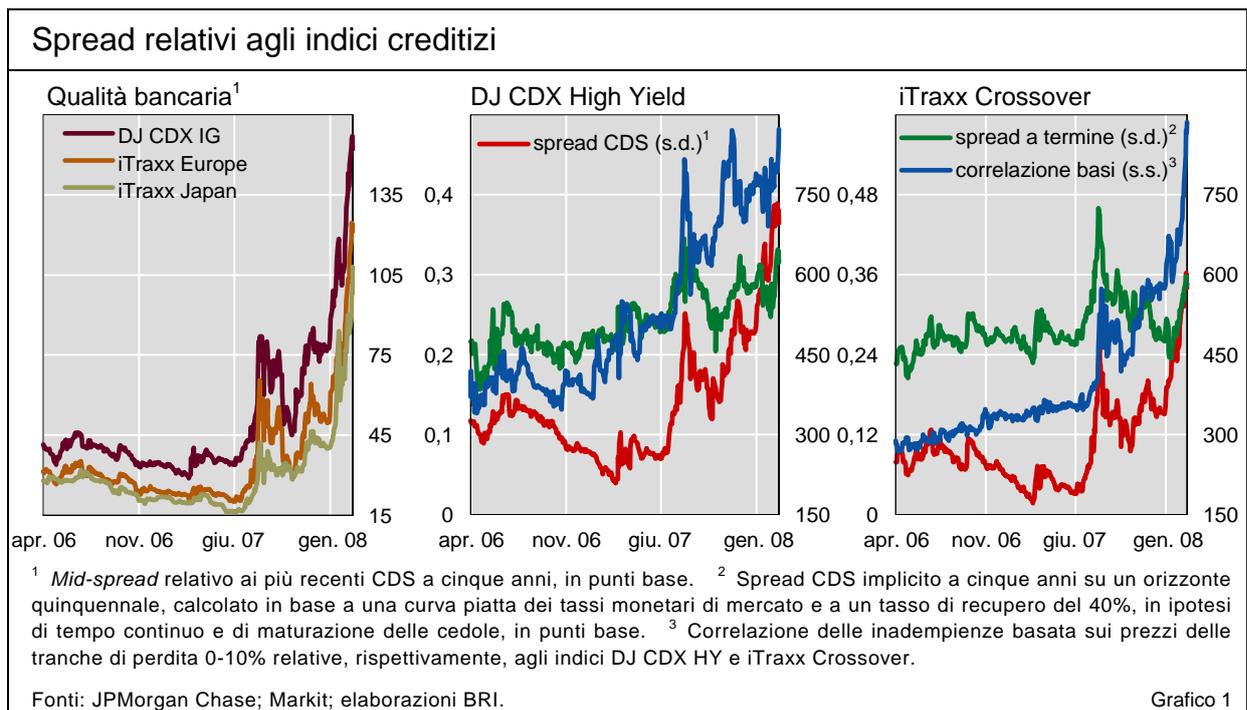
Sebbene in un primo tempo le reazioni dei prezzi alle tensioni sui mercati creditizi siano state più pronunciate nelle economie industrializzate, nel corso del periodo in esame i timori di una diffusa contrazione dell'attività economica hanno iniziato chiaramente a incidere anche su molti mercati finanziari emergenti. Le perdite più marcate hanno riguardato i mercati azionari, compresi quelli che in passato avevano dato prova di buona tenuta.

Ulteriore peggioramento dei mercati creditizi

I mercati internazionali del credito hanno attraversato una nuova fase di notevole volatilità, contraddistinta da un generalizzato forte incremento degli spread di fronte alle ulteriori ingenti svalutazioni degli impieghi da parte di importanti istituti finanziari e al continuo flusso di notizie negative provenienti dal settore dell'edilizia residenziale statunitense, che hanno acuito i timori di un indebolimento macroeconomico. Tra la fine di novembre e il 22 febbraio lo spread relativo all'indice CDX statunitense a cinque anni del comparto dell'alto rendimento è salito di 204 punti base, a quota 696, mentre i corrispondenti spread nel comparto di qualità bancaria (*investment grade*) sono cresciuti di 76 punti base, a 152 punti. I differenziali si erano ridotti agli inizi del periodo in esame, ma a partire dal 10 dicembre sono saliti precipitosamente, e in misura maggiore per i crediti di qualità bancaria rispetto a quelli di qualità inferiore (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale). Gli spread europei e giapponesi hanno sostanzialmente rispecchiato l'andamento dei corrispettivi statunitensi: l'indice di CDS iTraxx Crossover a cinque anni è balzato di 227 punti base, a 575, mentre gli spread nel comparto *investment grade* sono aumentati di 71 punti, toccando quota 124. Anche gli spread relativi all'indice iTraxx Japan hanno registrato un notevole aumento, attestandosi intorno a 108 punti base, ossia 66 punti in più rispetto all'inizio del periodo in esame. Tutti e cinque gli indici considerati hanno toccato i livelli massimi dal 2004, anno della loro introduzione, il 22 gennaio o intorno a questa data, e verso fine febbraio avevano raggiunto vette ancora più elevate (grafico 1, diagrammi di sinistra e di destra).

Alla fine del periodo in esame gli spread erano dunque saliti su valori sufficienti a compensare gli investitori *buy and hold* per un eventuale incremento relativamente marcato dei tassi di insolvenza effettivi rispetto ai livelli attuali, prossimi ai minimi storici (grafico 2, diagramma centrale). Le attese di un aumento ciclico delle inadempienze sono state evidenziate anche

Le previsioni di un aumento delle insolvenze ...

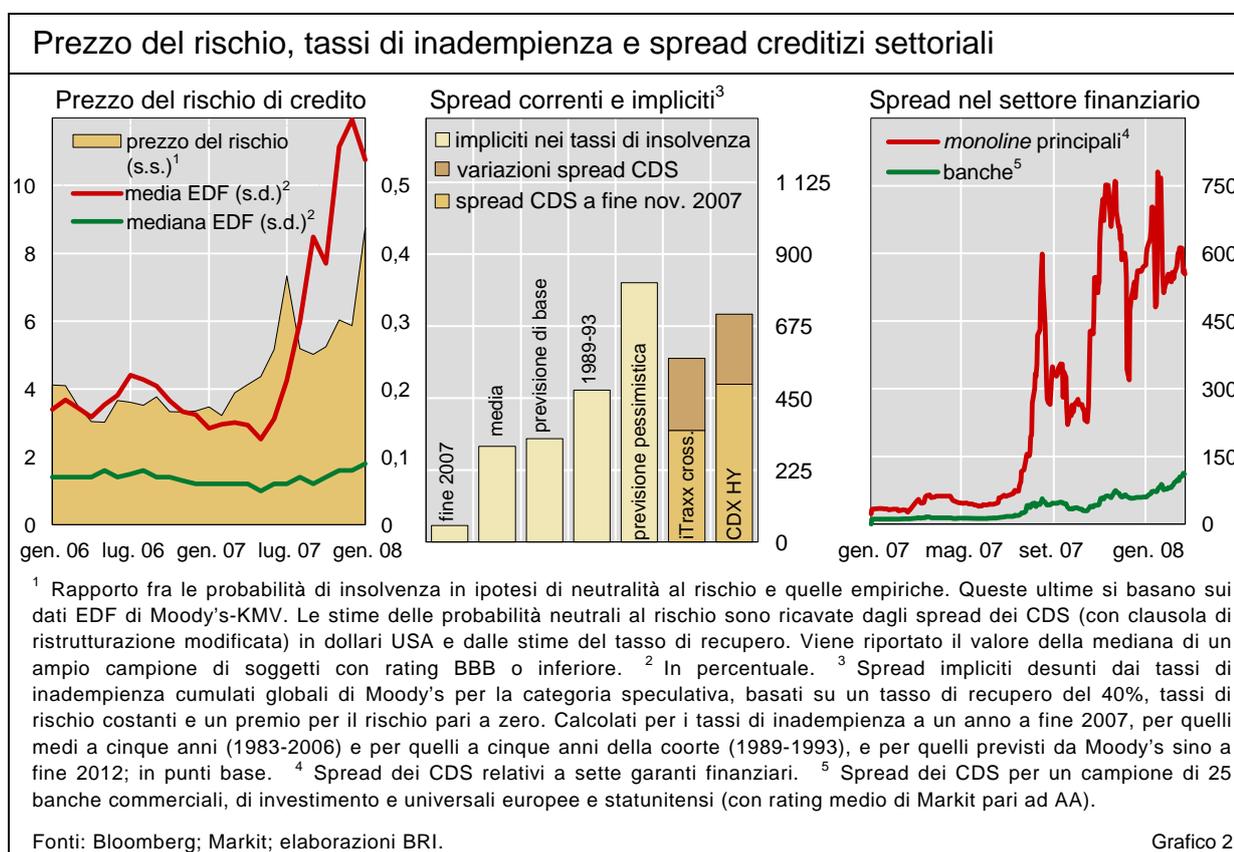


dalle più elevate correlazioni implicite nelle tranche di indici, che segnalavano un incremento dell'importanza attribuita dagli investitori al rischio sistemico rispetto a fattori di rischio specifici a singole imprese. Gli spread a termine impliciti, a loro volta, indicavano che tale incremento del rischio era perlopiù previsto per il breve periodo, mentre per gli orizzonti più lunghi si anticipava che i tassi di insolvenza, così come i timori per il rischio di controparte, avrebbero finito per rientrare (grafico 1, diagrammi centrale e di destra).

Al contempo, è poco probabile che i valori registrati riflettessero completamente i rischi di un rallentamento dell'economia, poiché, com'è noto, una quota considerevole degli spread osservati è ascrivibile a vari premi al rischio. Sebbene la propensione al rischio rimanesse molto bassa (grafico 2, diagramma di sinistra), i crediti nel comparto dell'alto rendimento hanno continuato a essere scambiati a circa 350 punti base in meno rispetto ai massimi raggiunti dai differenziali a pronti comparabili nel periodo 2001-02. Gli spread sono inoltre rimasti ben al di sotto dei livelli in grado di compensare appieno gli investitori *buy and hold* qualora si concretizzassero le previsioni più pessimistiche riguardo alle insolvenze future (grafico 2, diagramma centrale).

Dopo una breve tregua in dicembre, nel nuovo anno il clima di fiducia nei mercati creditizi è nuovamente peggiorato allorché, agli inizi di gennaio, sono stati pubblicati dati indicativi di un indebolimento della crescita nel settore manifatturiero degli Stati Uniti e di un andamento deludente del mercato del lavoro. L'ingente quantità stimata (circa \$250 miliardi) di prestiti *subprime* destinati a subire la prima ridefinizione dei tassi di interesse nel corso del 2008, l'ulteriore calo dei prezzi delle abitazioni e la crescita della

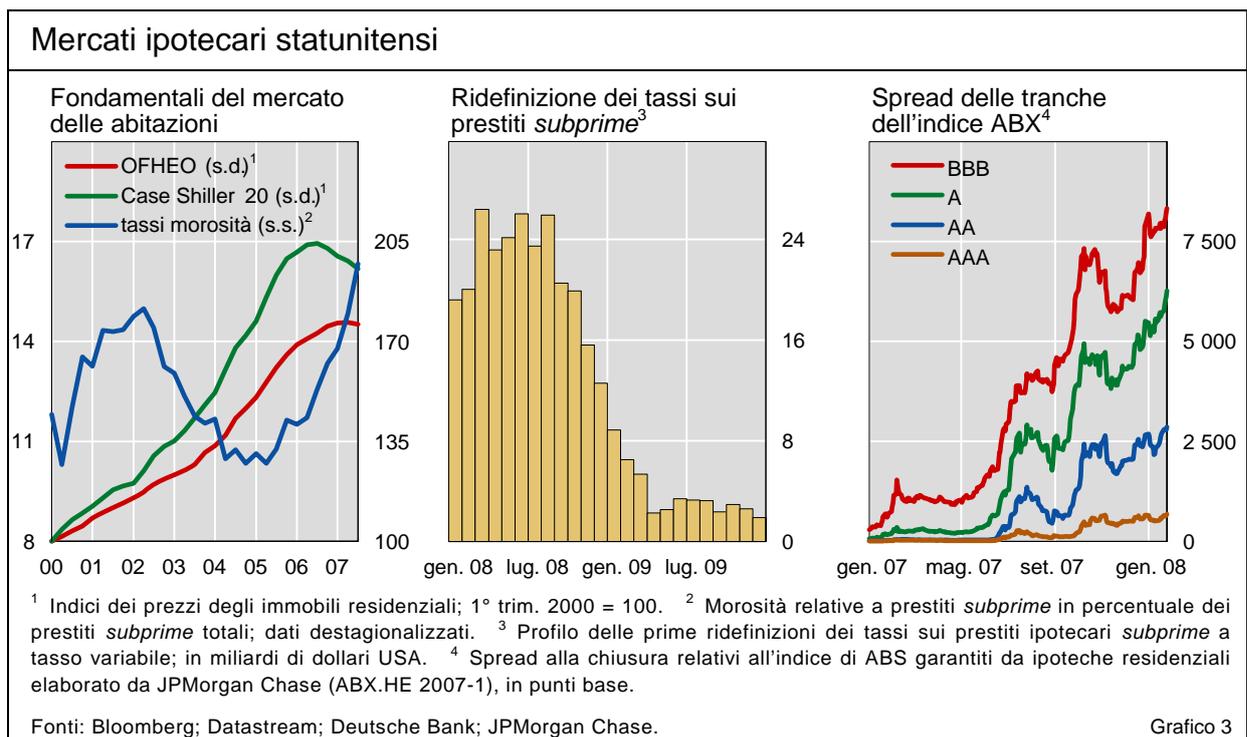
... riflettono dati economici deludenti ...



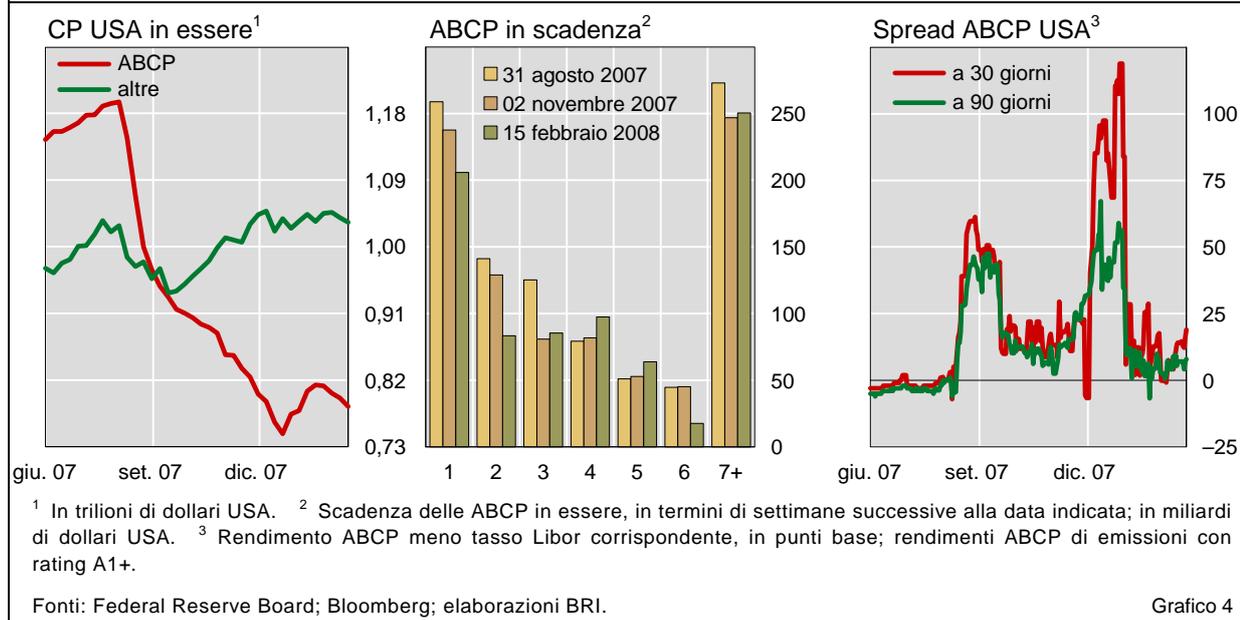
disoccupazione – tutti sviluppi potenzialmente in grado di tradursi in un ulteriore aumento dei casi di morosità – hanno fatto sì che i mercati ipotecari fossero colpiti ancora una volta da un'ondata di vendite. Gli indici ABX.HE riferiti a titoli garantiti da mutui ipotecari *subprime* hanno registrato un aumento degli spread oltre i massimi segnati a novembre. Al 22 febbraio, anche per effetto del calo dei tassi Libor, i prezzi dell'indice 07-1 BBB- erano dunque scesi su livelli che rispecchiavano le attese di una svalutazione totale di tutte le obbligazioni sottostanti entro la fine del 2009 (grafico 3).

Uno dei catalizzatori del nuovo indebolimento del mercato creditizio sono stati i persistenti dubbi circa la capacità di offerta e allocazione del credito da parte del sistema di finanziario. Alcuni segmenti del mercato creditizio hanno continuato a registrare gravi disfunzioni: i volumi di emissione dei titoli garantiti da attività sono calati, i mercati dei titoli ad alto rendimento hanno di fatto chiuso i battenti e la lista dei prestiti ad alto grado di leva in attesa di finanziamento si è allungata. In questo contesto, i bilanci delle banche sono rimasti sotto pressione e gli spread del settore finanziario sono tornati ad aumentare a partire da metà gennaio (grafico 2, diagramma di destra), accentuando le percezioni circa il rischio sistemico (cfr. riquadro alle pagg. 6-7). Il 15 gennaio Citigroup ha reso note le perdite relative al quarto trimestre, riconducibili in parte a \$18 miliardi di nuove svalutazioni di esposizioni connesse ai mutui ipotecari. Alla notizia hanno fatto seguito nelle settimane successive annunci dello stesso tenore da parte di altri istituti finanziari sia negli Stati Uniti che in altri paesi. Sebbene l'impatto sulle situazioni patrimoniali sia stato parzialmente compensato dalle iniezioni di liquidità da parte di fondi sovrani (*sovereign wealth fund*) e altri investitori, questa nuova tornata di ingenti svalutazioni ha fatto salire il totale complessivo di tali oneri a circa \$150 miliardi. Gli annunci sugli utili, che in vari casi

... e persistenti tensioni nel settore finanziario



Mercati delle *asset-backed commercial paper* (ABCP)



riportavano altresì incrementi significativi degli accantonamenti a fronte dell'attività di credito al consumo, e l'aumento degli *spread* sulle ipoteche commerciali e sui prestiti ad alto grado di leva sono apparsi come indizi di un aumento delle perdite attese anche nei comparti diversi da quello dei mutui residenziali, segnalando per un futuro prossimo ulteriori tensioni per i bilanci del settore finanziario e un inasprimento delle condizioni di concessione del credito.

Segnali di miglioramento nei mercati ABCP

Queste tensioni sono intervenute nonostante i segnali di miglioramento provenienti da alcuni mercati come quello delle *asset-backed commercial paper* (ABCP). Qui gli *spread* si sono ridotti rispetto ai picchi di fine 2007 e, dopo vari mesi di contrazione, i volumi hanno registrato una serie di crescite settimanali, anche grazie al salvataggio di vari veicoli di investimento strutturati (*structured investment vehicle*) in difficoltà da parte degli istituti loro promotori. Anche la configurazione delle scadenze dei titoli in essere è migliorata, sebbene al prezzo di un calo dei volumi in febbraio, a sottolineare la persistente fragilità del mercato (grafico 4).

I timori per il declassamento dei garanti *monoline* ...

Le prospettive di un declassamento dei garanti finanziari *monoline* si sono rivelate essere un altro dei fattori a gravare sui mercati del credito. Nella seconda metà del 2007 sono andate accumulandosi le perdite calcolate al valore di mercato sulle assicurazioni relative a strumenti strutturati, provocando un incremento diffuso degli *spread* e la revisione dei rating assegnati alle compagnie garanti (grafico 2, diagramma di destra). In dicembre Standard & Poor's aveva già declassato da A a CCC la società ACA, un garante di piccole dimensioni, suscitando timori per il rischio di controparte allorché la compagnia si è ritrovata nell'impossibilità di far fronte a richieste di margini addizionali. In conseguenza di ciò, l'attenzione dei mercati si è focalizzata in misura crescente sui potenziali declassamenti dei principali assicuratori *monoline* con rating AAA, che garantiscono titoli di debito pubblici e di finanza strutturata per un valore di circa \$2,4 trilioni.

Percezioni del mercato riguardo al rischio sistemico nel settore bancario

Nikola Tarashev e Haibin Zhu

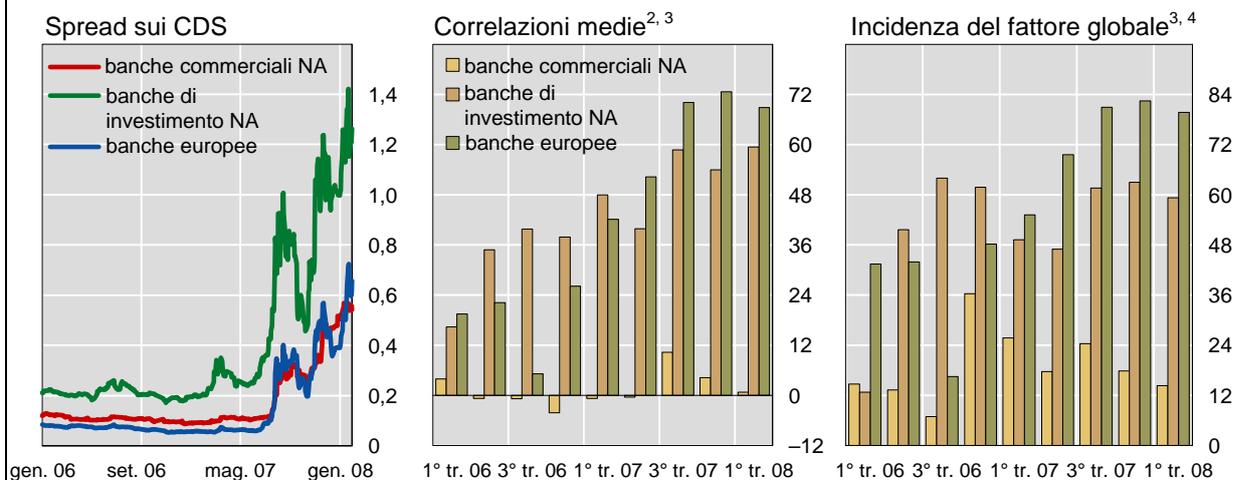
Dall'inizio delle turbolenze finanziarie nel terzo trimestre 2007 molte banche sono state interessate da tensioni significative, associate prevalentemente alle rilevanti perdite subite sulle esposizioni connesse con i mutui ipotecari. Al fine di valutare l'impatto di tali eventi sulla percezione del "rischio sistemico" nel settore bancario da parte degli investitori, questo riquadro analizza i differenziali dei *credit default swap* (CDS) per un campione di grandi banche attive a livello internazionale. La principale risultanza dell'analisi è che l'aumento registrato negli ultimi sei mesi sia nel livello degli spread su CDS sia nel loro grado di correlazione sembra segnalare un marcato rialzo dei prezzi stimati per la protezione contro dissesti di portata sistemica.

I differenziali dei CDS rappresentano il prezzo di mercato dell'assicurazione contro il rischio di mancato adempimento di obbligazioni debitorie da parte di singoli istituti. Pertanto, il livello medio e il comovimento dei differenziali sono direttamente correlati alle percezioni di rischio sistemico. Tuttavia, gli spread sui CDS, in quanto prezzo dell'assicurazione, rispecchiano non solo le stime del rischio di credito *effettivo* associato a un dato istituto ma anche il *premio* di mercato per l'assunzione di tale rischio¹. Va quindi notato che in periodi di tensione e di incertezza il livello e il comovimento degli spread potrebbero essere determinati in buona parte, se non addirittura quasi totalmente, dalla propensione al rischio piuttosto che dalle stime del rischio.

Il *livello* degli spread sui CDS è cresciuto bruscamente all'inizio delle turbolenze finanziarie, e da allora ha mantenuto una tendenza ascendente, pur con momentanee flessioni dovute in parte all'azione delle banche centrali (grafico A, diagramma di sinistra). I differenziali medi sono aumentati per gran parte delle banche di investimento nordamericane, da 0,5% nel luglio 2007 a un picco temporaneo dell'1% nell'agosto 2007, raggiungendo l'1,4% nel gennaio 2008. Nel caso delle banche commerciali nordamericane e delle banche universali europee, gli spread sui CDS hanno invece registrato incrementi relativamente meno importanti, senza evidenziare sostanziali differenze fra loro².

Per un dato livello degli spread sui CDS, un crescente *comovimento* implica che il mercato percepisce una maggiore probabilità di insolvenze *congiunte* e quindi un più elevato rischio sistemico. Nel presente studio tale comovimento è misurato mediante stime delle correlazioni dei rendimenti; esse risultano aumentate nel terzo trimestre 2007 per tutti e tre i segmenti bancari, sebbene in misura diversa (grafico A, diagramma centrale). Un aumento della correlazione, da circa il 20% a quasi il 60-70%, è inoltre rilevabile dagli inizi del 2006 per le banche europee e le banche di investimento nordamericane. Viceversa, sull'intero periodo le correlazioni sono rimaste molto basse per il campione di banche commerciali nordamericane.

Indicatori del rischio sistemico¹

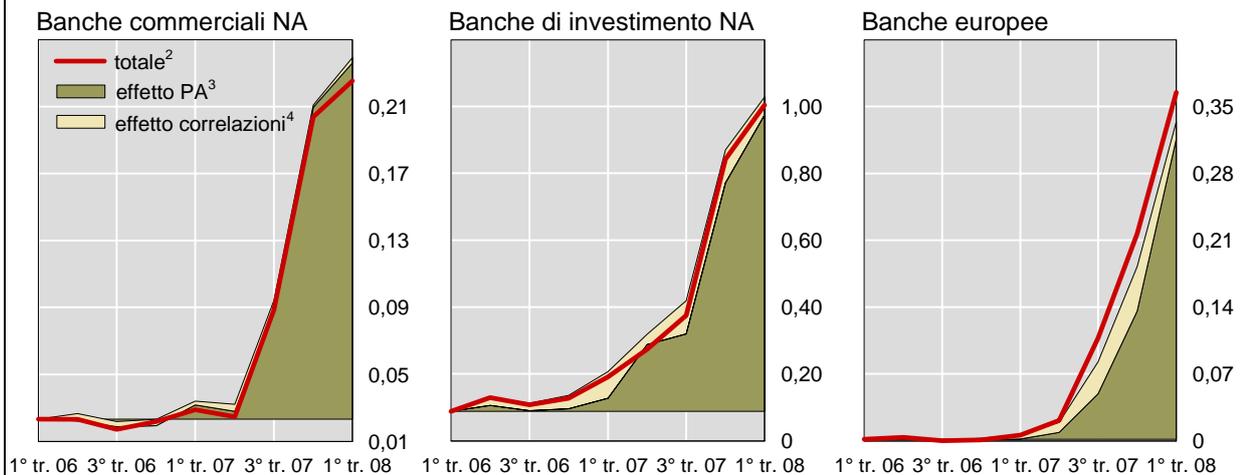


¹ In percentuale. Il campione comprende otto banche commerciali e sei banche di investimento con sede in Nord America, nonché 11 banche universali con sede in Europa. ² Correlazioni *backward* a tre mesi dei rendimenti delle attività. ³ Per la metodologia di stima, cfr. N. Tarashev e H. Zhu, *BIS Working Papers* n. 214, 2006. ⁴ Quota della volatilità dei rendimenti delle attività imputabile al principale fattore singolo dei rendimenti di tutte le 25 banche considerate.

Fonti: Markit; elaborazioni degli autori.

Grafico A

Prezzo dell'assicurazione contro dissesti¹



¹ Calcolato sul campione di dati del grafico A, in percentuale. ² Attese, in ipotesi di neutralità al rischio, di perdite su crediti uguali o superiori al 15% delle corrispondenti passività del settore bancario nel 2006 (per unità di esposizione verso queste passività). L'entità dell'esposizione verso una data banca è proporzionale alle passività totali in essere di quella banca nel 2006. ³ Effetto cumulativo di variazioni nelle perdite attese (*expected losses*, EL) neutrali al rischio sul prezzo della protezione. Per ciascun trimestre le correlazioni sono fissate al livello del trimestre precedente. ⁴ Effetto cumulato delle variazioni nelle correlazioni dei rendimenti sul prezzo della protezione. Per ciascun trimestre la misura delle EL è mantenuta costante al livello del trimestre precedente.

Fonti: Bankscope; Markit; elaborazioni degli autori.

Grafico B

L'analisi fattoriale di questo comovimento indica che le differenze nelle correlazioni dei rendimenti delle attività tra segmenti bancari sono perlopiù imputabili a un fattore di rischio *globale* (non osservabile), ossia a quel fattore che, per definizione, è comune a tutti i rendimenti del campione (grafico A, diagramma di destra). In base alle stime, dal terzo trimestre 2007 questo fattore pare aver contribuito all'80% della volatilità dei rendimenti delle banche europee, a fronte del 20% di metà 2006. Per le banche di investimento nordamericane la quota si è mantenuta relativamente stabile intorno al 60% dal 2006, mentre l'esposizione delle banche commerciali nordamericane a questo stesso fattore globale risulta molto minore.

Sia il livello che il comovimento degli spread fanno ritenere che il mercato dei CDS abbia scontato un aumento di prezzo del rischio sistemico rispetto ai bassissimi livelli del 2006 e del primo semestre 2007. Ciò è rilevabile nel grafico B, che riporta il "prezzo dell'assicurazione contro dissesti", definito come costo implicito della protezione contro perdite su crediti uguali o superiori al 15% delle passività totali di un campione di banche^①. Il prezzo è suddiviso in una componente che rispecchia le variazioni nelle perdite attese (*expected losses*, EL) medie e in un'altra componente che rispecchia le variazioni nelle correlazioni dei rendimenti.

Il prezzo della protezione contro dissesti a livello di settore è generalmente aumentato negli ultimi due anni, sebbene in misura variabile nel tempo e tra segmenti bancari. Unicamente per effetto delle crescenti EL associate a singole banche, il prezzo è salito di quasi otto volte nel caso delle banche commerciali nordamericane, passando da circa lo 0,03% delle loro passività tra gli inizi del 2006 e la metà del 2007 allo 0,23% in epoca recente (grafico B, diagramma di sinistra)^②. Più pronunciato è stato il corrispondente incremento per le banche europee, per le quali il prezzo si è portato da livelli trascurabili allo 0,36%, sotto la spinta di un aumento sia delle EL sia delle correlazioni di rendimento (grafico B, diagramma di destra). Infine, dagli inizi del 2006 queste due componenti hanno concorso al continuo rincaro della protezione relativa alle banche di investimento nordamericane. Si stima che il prezzo di tale protezione si collochi attualmente all'1% delle passività totali di questi istituti (grafico B, diagramma centrale), un livello notevolmente più elevato di quello dei due altri settori considerati.

^① In termini tecnici, lo spread sui CDS rappresenta la misura delle perdite attese nell'ipotesi di cosiddetta "neutralità al rischio". ^② Le serie temporali disponibili per il mercato dei CDS non consentono di effettuare raffronti utili tra i livelli recenti degli spread e quelli raggiunti in precedenti episodi di tensione dei mercati, come nel 2001-02. ^③ Da un punto di vista qualitativo, le evidenze del grafico B non mutano per soglie dal 10 al 30%. ^④ L'interazione tra l'effetto EL e l'effetto correlazioni implica che queste due componenti non corrispondono necessariamente al prezzo totale della protezione.

Poiché la valutazione dei titoli garantiti dipende generalmente da quella dei rispettivi garanti finanziari, si prevedeva che gli interventi sui rating dei maggiori assicuratori *monoline* si traducevano in declassamenti generalizzati delle obbligazioni e delle tranche assicurate. I timori al riguardo si sono concretizzati il 18 gennaio, quando Fitch ha ridotto di due gradi il rating AAA di Ambac, e ancora più avanti nel corso del mese, allorché la stessa agenzia ha abbassato la valutazione di SCA e FGIC, provocando il conseguente declassamento di circa 290 000 emissioni assicurate da compagnie *monoline*, perlopiù obbligazioni emesse da enti locali. Rispecchiando i declassamenti effettivi e futuri attesi, gli spread sui titoli emessi da enti locali hanno toccato livelli che in parte scontavano le garanzie *monoline* esistenti. A loro volta, i conseguenti cali dei valori di mercato e le svalutazioni operate sulle esposizioni garantite verso le tranche senior degli strumenti di finanza strutturata sono andati a sommarsi alle perdite già accusate dalle banche e da altri investitori.

... e per le
conseguenti
svalutazioni ...

Il nervosismo per gli effetti di retroazione tra queste dinamiche e le prospettive economiche ha raggiunto un picco verso la fine del mese, alimentando la volatilità in tutti i principali mercati delle attività. Il 22 gennaio, all'inizio delle contrattazioni, gli spread del segmento *investment grade* USA si sono ridotti, per poi risalire rapidamente e chiudere la giornata a un livello relativamente poco più elevato (+7 punti base) rispetto al giorno precedente. Tali andamenti erano stati preceduti non solo da un lungo fine settimana festivo negli Stati Uniti, durante il quale i mercati finanziari in altre regioni avevano registrato netti cali, ma anche da un inatteso taglio di 75 punti base, al 3,5%, del tasso obiettivo sui *federal fund*, in anticipo rispetto alla riunione ufficiale del FOMC. Si è trattato dell'intervento giornaliero di maggiore entità dal 1994, e il primo deciso al di fuori delle riunioni programmate dal 17 settembre 2001. Gli spread per l'alto rendimento hanno chiuso in rialzo di 30 punti base, ma ben lontani dai loro massimi infragiornalieri. Nei giorni successivi essi sono tornati a scendere rispetto a questi livelli elevati, anche grazie al contributo di un ulteriore adeguamento di 50 punti base del tasso obiettivo sui *federal fund* il 30 gennaio e dell'approvazione da parte del Congresso USA di un importante pacchetto di stimolo fiscale. Nondimeno, i mercati sono rimasti volatili in febbraio, reagendo ai nuovi segnali di rallentamento in tutte le maggiori economie industrializzate e al flusso continuo di notizie sul settore finanziario. Fra queste figuravano in particolare gli ulteriori declassamenti di assicuratori *monoline* e i connessi piani di ricapitalizzazione e ristrutturazione, l'annuncio da parte di un'importante società di assicurazione di un aumento delle perdite stimate su esposizioni simili a quelle delle compagnie *monoline* e i rinnovati timori circa la liquidazione di posizioni in strumenti strutturati. Verso la fine del mese, segnalando la crescente attenzione degli investitori per le interazioni tra rischio congiunturale e salute del settore finanziario, gli spread di alcuni importanti indici del mercato creditizio erano saliti oltre i massimi precedenti, evidenziando una performance inferiore rispetto ad altri mercati delle attività.

... contribuiscono
alla volatilità del
mercato ...

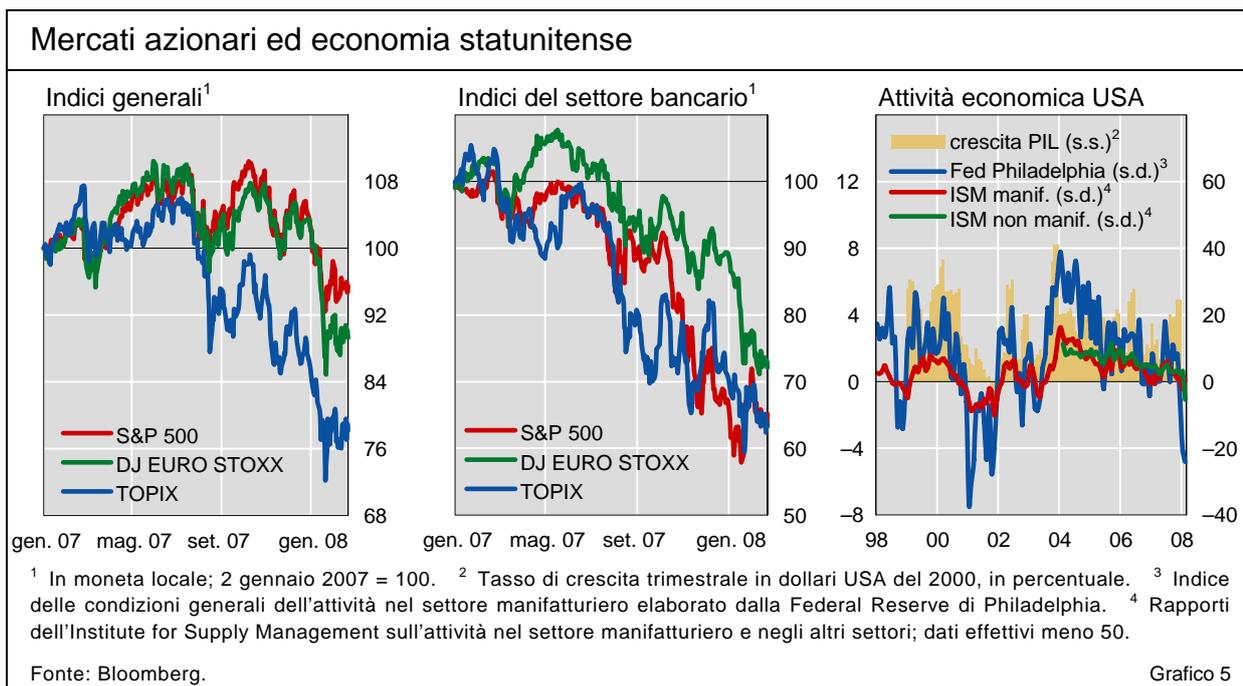
... e alla
liquidazione delle
esposizioni verso
prodotti strutturati

I timori di recessione negli Stati Uniti innescano un'ondata di vendite nei mercati azionari in gennaio

I mercati azionari hanno risentito sostanzialmente degli stessi timori che hanno gravato sui mercati del credito: di fronte ai deludenti dati macroeconomici USA e a una nuova serie di notizie negative sulle esposizioni del settore finanziario, essi sono stati investiti in gennaio da un'ondata di vendite a livello internazionale. Il 22 gennaio l'indice S&P 500 evidenziava un calo dell'11% su base mensile, il risultato peggiore per un periodo analogo dall'ottobre 2002 (grafico 5, diagramma di sinistra). Anche le borse valori giapponesi ed europee hanno reagito al deterioramento della situazione negli Stati Uniti, perdendo nello stesso periodo il 17 e il 15% rispettivamente. I corsi azionari hanno raggiunto il punto di svolta inferiore intorno al 22 gennaio, in seguito all'inattesa riduzione dei tassi di interesse a breve termine USA e alle notizie di possibili iniezioni di capitale a favore delle compagnie di assicurazione *monoline*. Verso la fine del mese i mercati hanno segnato un lieve recupero, che è stato tuttavia in buona parte annullato in febbraio, all'emergere di ulteriori indicazioni di debolezza dell'economia.

La debolezza dell'attività economica reale negli Stati Uniti ...

Con l'infittirsi dei segnali di un indebolimento dell'attività economica reale, nel periodo in esame le preoccupazioni di un rallentamento più grave del previsto negli Stati Uniti sono balzate in primo piano. In dicembre i mercati azionari USA sono risultati volatili ma complessivamente stabili, e il giorno 26 di quel mese l'S&P 500 chiudeva in rialzo dell'1% su base mensile. Tuttavia, la debolezza dei dati sugli ordini di beni durevoli e l'incremento inatteso delle richieste di sussidi di disoccupazione si sono tradotti il giorno seguente in un calo dell'indice dell'1,4%, segnando l'avvio di una tendenza negativa nei mercati azionari. I deludenti dati emersi dalle indagini presso i responsabili degli acquisti e quelli sull'occupazione pubblicati agli inizi di gennaio hanno ulteriormente esacerbato il pessimismo degli investitori. Successivamente, il



17 gennaio, l'indice per il settore manifatturiero elaborato dalla Federal Reserve di Philadelphia ha toccato il minimo dal 2001, facendo scendere l'S&P 500 del 2,9% in quel giorno, ovvero più del 9% da inizio mese (grafico 5, diagramma di sinistra).

La serie di notizie negative sull'economia statunitense è culminata in un'ondata di vendite nei mercati azionari mondiali il 21 gennaio, giorno in cui i mercati USA erano chiusi. La maggior parte delle principali piazze azionarie ha accusato perdite: l'indice DJ EURO STOXX è sceso del 6,5%, la flessione giornaliera più consistente dalla sua introduzione a fine 1991, mentre l'indice TOPIX ha perso il 3,6% e un ulteriore 5,7% il giorno seguente. I titoli bancari e assicurativi sono stati i più duramente colpiti, in parte di riflesso ai timori sullo stato di salute delle assicurazioni *monoline*, emersi dopo l'annuncio che il venerdì precedente Fitch aveva abbassato il rating di Ambac. In base ai prezzi dei futures sull'S&P 500 gli investitori si aspettavano un esito analogo per il 22 gennaio, alla riapertura dei mercati. L'inatteso taglio dei tassi di interesse a breve termine da parte della Federal Reserve la mattina del 22 gennaio, prima dell'avvio delle contrattazioni negli Stati Uniti, è sembrato stabilizzare temporaneamente i mercati. Durante le ore della mattinata si sono registrate rilevanti cessioni, ma successivamente i corsi azionari hanno recuperato lievemente terreno, arginando all'1% il calo dell'S&P 500 rispetto alla chiusura del venerdì precedente. I mercati si sono mossi al rialzo nella settimana successiva, finché i guadagni sono stati quasi completamente annullati dalle ulteriori evidenze di debolezza macroeconomica nel settore dei servizi e dalle nuove notizie avverse sulle compagnie *monoline* il 5 febbraio. Il 22 febbraio l'indice S&P 500 era cresciuto del 3% rispetto al minimo del 22 gennaio, ma continuava a evidenziare un calo dell'8% rispetto a inizio anno.

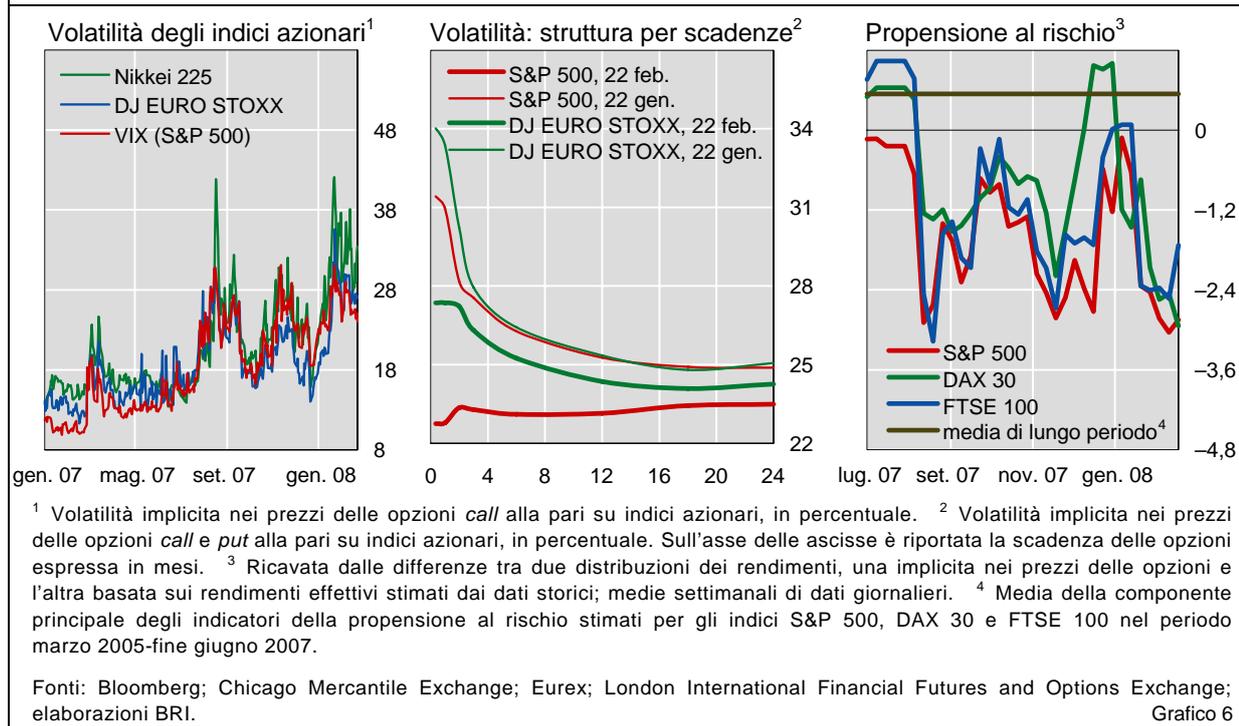
Gli indicatori di mercato della propensione al rischio degli investitori sono nettamente calati sullo sfondo delle vendite massicce di titoli azionari e dell'aumento della volatilità in gennaio. Negli Stati Uniti la volatilità implicita nelle opzioni, che era andata aumentando per la maggior parte del mese, è balzata il 22 gennaio al 31%, un livello non più osservato da metà novembre e considerevolmente più alto della media del 14% del periodo 2004-2006 (grafico 6, diagramma di sinistra). In certa misura, gli operatori hanno considerato che si trattasse di un fenomeno di durata relativamente breve, come evidenzia il fatto che la curva a termine a tale data calava piuttosto rapidamente sulle scadenze più lunghe (grafico 6, diagramma centrale). Tuttavia, gli investitori si attendevano comunque che la volatilità avrebbe superato nel futuro prossimo il 22%, un livello quasi doppio rispetto a quelli raggiunti agli inizi del 2007. Il 22 febbraio queste aspettative erano state riviste in misura solo lieve. La propensione al rischio degli investitori, misurata dalle differenze nelle distribuzioni statistiche dei rendimenti azionari effettivi e di quelli attesi impliciti nei prezzi delle opzioni, si è ridotta durante la fase di vendite. Di fatto, le osservazioni di metà febbraio relative ai mercati statunitense e tedesco si situavano ai minimi dall'inizio della crisi del credito in agosto (grafico 6, diagramma di destra).

I nuovi dati sugli utili societari USA per il quarto trimestre 2007 non hanno granché contribuito a tranquillizzare gli investitori nel periodo in rassegna.

... culmina in un'ondata di vendite sui mercati azionari mondiali ...

... e in un calo della propensione al rischio degli investitori

Volatilità implicita e propensione al rischio nei mercati azionari

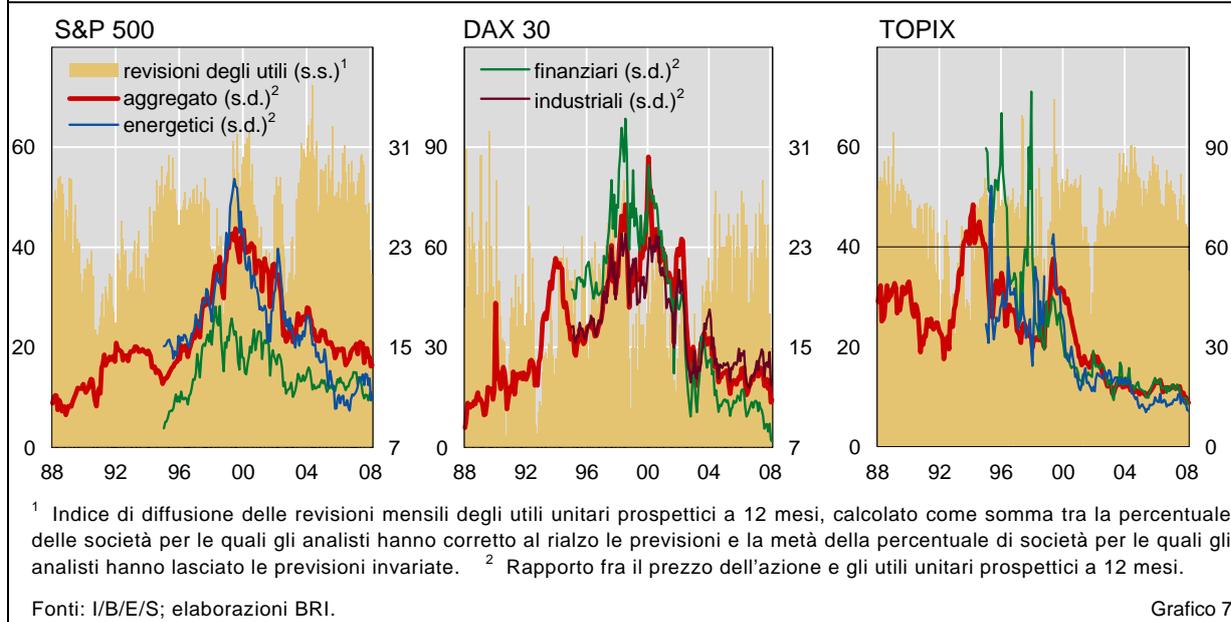


Essi segnalavano infatti un calo degli utili cumulati per azione pari al 17% (rispetto al periodo corrispondente, su base ponderata per il numero di azioni), notevolmente superiore a quello del 2,5% del terzo trimestre. Sulla crescita complessiva hanno pesato i risultati particolarmente scadenti del settore dei beni di consumo durevoli (-167%) e del settore finanziario (-108%), sul quale hanno gravato le consistenti svalutazioni effettuate dalle banche commerciali durante il trimestre. Al netto del comparto finanziario, la crescita degli utili cumulati per azione è risultata positiva, collocandosi al 18%. La serie di annunci di metà gennaio concernenti i minori utili delle banche e le iniezioni di capitale associate hanno tendenzialmente esercitato pressioni al ribasso sulle quotazioni dei titoli finanziari, particolarmente colpiti nel periodo in esame. Il 22 febbraio gli indici dei titoli bancari erano calati rispetto a fine novembre del 12% negli Stati Uniti, del 21% in Europa e del 19% in Giappone (grafico 5, diagramma centrale).

Le quotazioni azionarie scendono ai livelli della metà degli anni novanta

Gli indicatori prospettici delle valutazioni hanno seguito l'evoluzione degli indici azionari globali, nonostante le previsioni sempre più pessimistiche degli analisti circa la crescita degli utili futuri. Gli indici di diffusione relativi agli utili unitari prospettici a 12 mesi hanno evidenziato flessioni significative nel trimestre in esame e in quello precedente sia negli Stati Uniti che in Europa, portandosi su livelli non più osservati dal 2002 (grafico 7, diagramma di sinistra). Ciò nonostante, le correzioni al ribasso degli utili non hanno tenuto il passo con la diminuzione dei corsi azionari, comprimendo gli indicatori prospettici delle valutazioni nei tre principali mercati. A fine gennaio il rapporto prezzo/utili per l'indice S&P 500 risultava sceso a 13, il livello più basso dal 1995, con un calo considerevole rispetto ai livelli di oltre 20 raggiunti durante il

Attese sugli utili e valutazioni nel mercato azionario



boom dei titoli tecnologici, ma in linea con la media del periodo 1988-1997 (grafico 7, diagramma di sinistra).

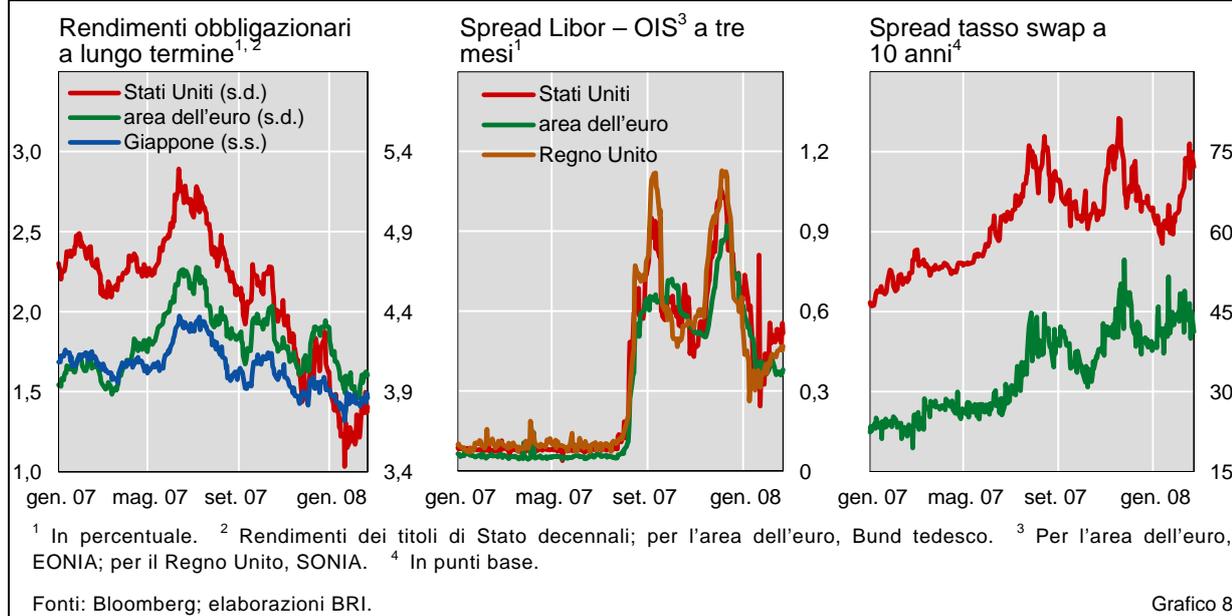
I rendimenti dei titoli di Stato seguono il ribasso dei corsi azionari

Dopo essere moderatamente aumentati fino agli ultimi di dicembre, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono crollati in gennaio sullo sfondo della rivalutazione delle attività rischiose in atto a livello mondiale. Il rallentamento dell'attività economica reale negli Stati Uniti e l'aumento dei deflussi di capitali dai mercati azionari verso "approdi sicuri", nel contesto delle riduzioni dei tassi da parte del FOMC agli inizi di dicembre e verso la fine di gennaio, hanno determinato un calo dei rendimenti nominali dei titoli del Tesoro statunitensi a 10 anni dal recente massimo del 4,28% del 26 dicembre al 3,43% il 22 gennaio (grafico 8, diagramma di sinistra). I rendimenti sono rimasti sostanzialmente invariati nelle tre settimane successive, nonostante l'ulteriore taglio dei tassi il 30 gennaio, per poi salire al 3,80% il 22 febbraio. I rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro hanno seguito la tendenza dei corrispettivi statunitensi, perdendo 12 punti base da fine novembre e collocandosi al 4,0% il 22 febbraio, mentre i tassi a lunga in Giappone sono diminuiti di 2 punti base, all'1,46%.

Le turbative nei mercati monetari, iniziate nell'agosto 2007, sono parse aggravarsi in dicembre (cfr. Upper e Michaud in questo numero della *Rassegna trimestrale*). Le notizie sulle perdite accusate dalle banche hanno continuato a riversarsi sul mercato, esercitando spinte al rialzo sui differenziali tra il Libor e il tasso degli *overnight indexed swap* (OIS), che rappresentano un indicatore a un tempo del rischio di credito di controparte e del rischio di liquidità nei mercati monetari (grafico 8, diagramma centrale). Le banche centrali hanno reagito con un'azione coordinata, annunciata il 12 dicembre e volta a fornire abbondante liquidità a termine ai mercati finanziari (cfr. Borio e Nelson in

Si attenuano le tensioni nei mercati monetari

Tassi di interesse e differenziali di rendimento



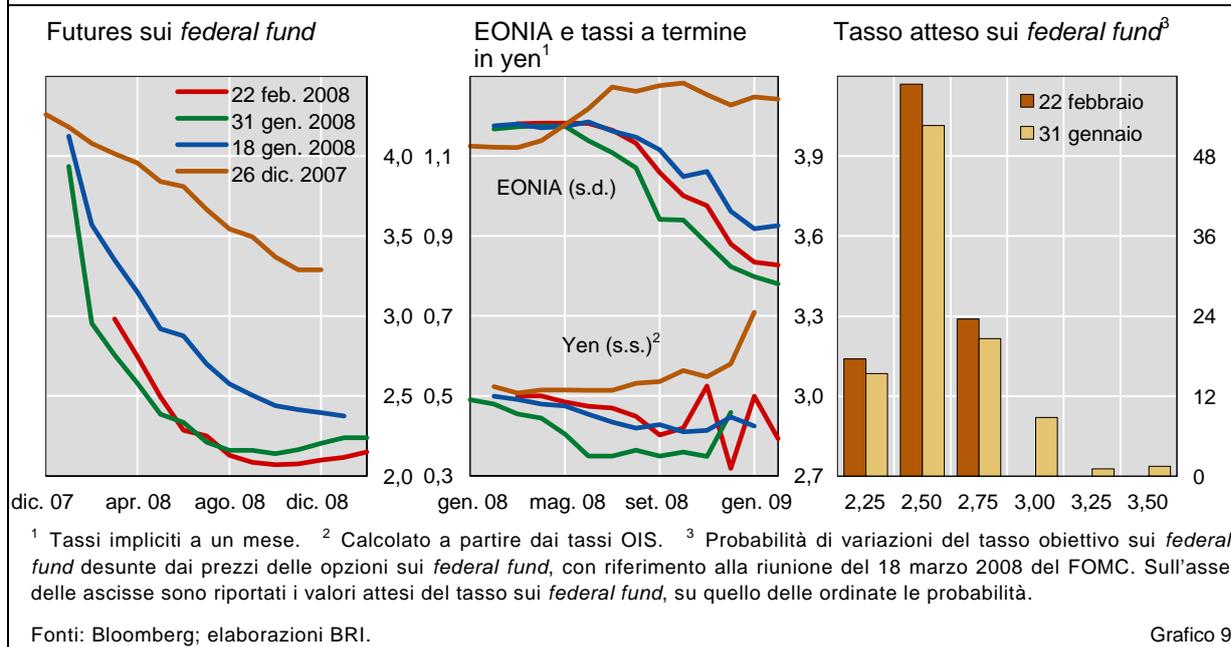
questo numero della *Rassegna trimestrale*); a metà gennaio gli spread Libor-OIS erano rientrati rispetto ai massimi di dicembre. I differenziali di swap, che si erano ampliati considerevolmente durante i primi mesi della crisi, si sono ridotti negli Stati Uniti per gran parte del periodo, toccando il 15 gennaio i minimi osservati per l'ultima volta in giugno (grafico 8, diagramma di destra). Sebbene tale andamento concordasse con un allentamento delle tensioni nel mercato monetario, i differenziali di swap sono tornati a crescere fino a metà febbraio.

Agli inizi di gennaio, mentre proseguiva il ribasso dei mercati azionari, le attese degli operatori hanno cominciato a orientarsi verso un ulteriore allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti. Tali aspettative si sono rafforzate dopo che, il 10 gennaio, il Presidente della Federal Reserve ha affermato in un discorso che la Fed era pronta, all'occorrenza, a intraprendere nuove azioni sostanziali di fronte al deterioramento delle prospettive per la crescita USA. Le opzioni sui *federal fund* in quei giorni implicavano che gli investitori si attendevano dalla riunione del FOMC programmata per il 30 gennaio una riduzione di almeno 50 punti base dei tassi, attribuendo al tempo stesso un'elevata probabilità a un taglio di 75 punti base. Gli operatori sono parsi interpretare l'abbassamento a sorpresa dei tassi a breve il 22 gennaio come un'indicazione che il FOMC considerava i rischi al ribasso per la crescita e la stabilità finanziaria più gravi del rischio di un futuro incremento dell'inflazione. Di conseguenza, il mercato ha reagito scontando una politica monetaria ancor più espansiva per il 2008, specie nella prima metà dell'anno (grafico 9, diagramma di sinistra). Nei giorni successivi al taglio dei tassi le opzioni sui *federal fund* rispecchiavano completamente le attese di un'ulteriore riduzione di 50 punti base, effettivamente avvenuta in occasione della regolare riunione del FOMC il 30 gennaio. Inoltre, il 31 gennaio i futures sui *federal fund* scontavano nuovi tagli, che avrebbero portato i tassi a breve al 2,75% a fine marzo e addirittura al 2% a fine 2008. Il 22 febbraio i mercati

Gli interventi aggressivi di politica monetaria riflettono i rischi al ribasso per la crescita

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

In percentuale

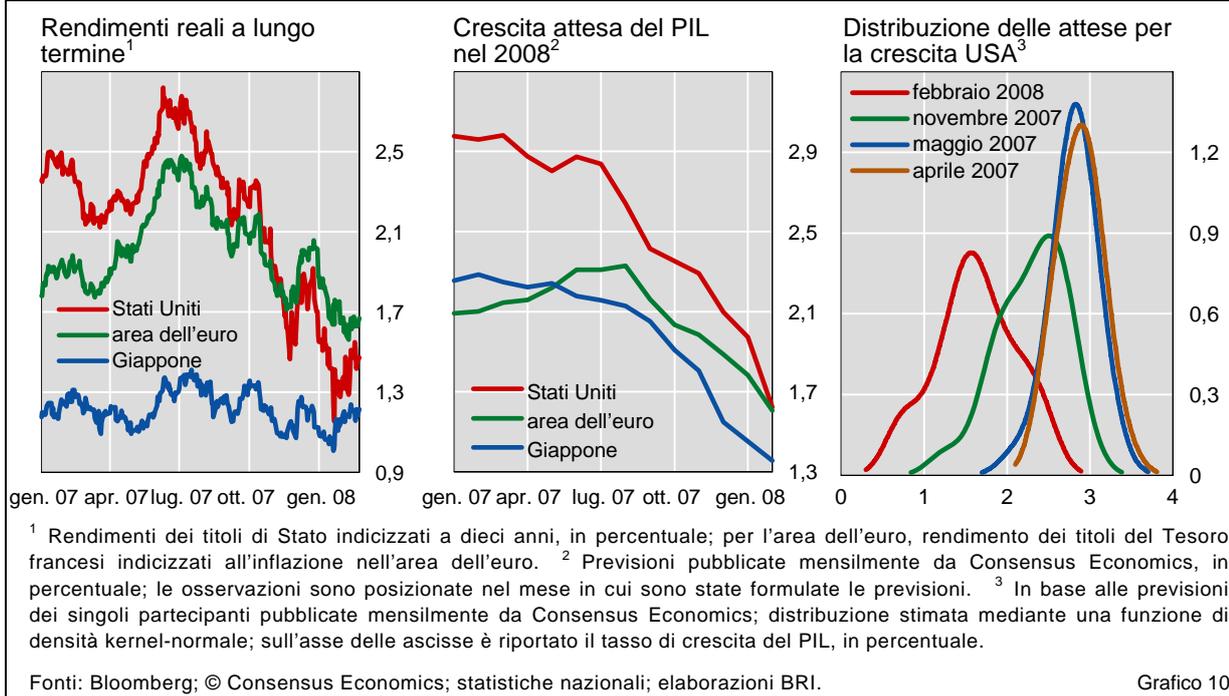


attribuivano una probabilità del 59% all'eventualità che i tassi fossero abbassati di 50 punti base (al 2,5%) alla riunione del FOMC del 18 marzo, e i tassi a breve attesi per fine anno erano calati ulteriormente.

I crescenti indizi di un rallentamento economico negli Stati Uniti hanno contribuito alle contrazioni relativamente brusche registrate dai rendimenti reali delle obbligazioni indicizzate in gennaio (grafico 10, diagramma di sinistra). Dopo un breve aumento in dicembre, negli Stati Uniti tali rendimenti hanno continuato a seguire la traiettoria discendente osservabile da luglio, raggiungendo addirittura l'1,15% il 23 gennaio. Analogamente, i rendimenti reali nell'area dell'euro sono scesi all'1,64% nella stessa data, dall'1,83% di fine novembre. Tale andamento ha trovato riflesso nelle aspettative degli analisti per la crescita del PIL nel 2008, che sono state ulteriormente riviste al ribasso in gennaio e febbraio, toccando i livelli esigui dell'1,62% negli Stati Uniti e dell'1,61% nell'area dell'euro (grafico 10, diagramma centrale). Quantomeno negli Stati Uniti, la dispersione di queste previsioni è aumentata, indicando una maggiore incertezza circa la crescita futura (grafico 10, diagramma di destra).

I rendimenti nominali hanno segnato incrementi superiori a quelli dei rendimenti reali a partire dagli ultimi di gennaio, allorché l'attenzione degli investitori si è rivolta in misura crescente all'eventualità di un aumento dell'inflazione futura, specie negli Stati Uniti. Sebbene gli analisti avessero rivisto al rialzo le previsioni di inflazione per il 2008 (grafico 11, diagramma di destra), tra fine novembre e metà gennaio i tassi di pareggio a 10 anni negli Stati Uniti non avevano mostrato variazioni di rilievo, oscillando intorno al 2,5% (grafico 11, diagramma di sinistra). Tuttavia, in parte per effetto dei rincari del petrolio, l'inflazione di pareggio ha segnato un balzo verso la fine di gennaio, dopo la seconda riduzione dei tassi da parte della Federal Reserve, portandosi

Rendimenti in termini reali e aspettative di crescita

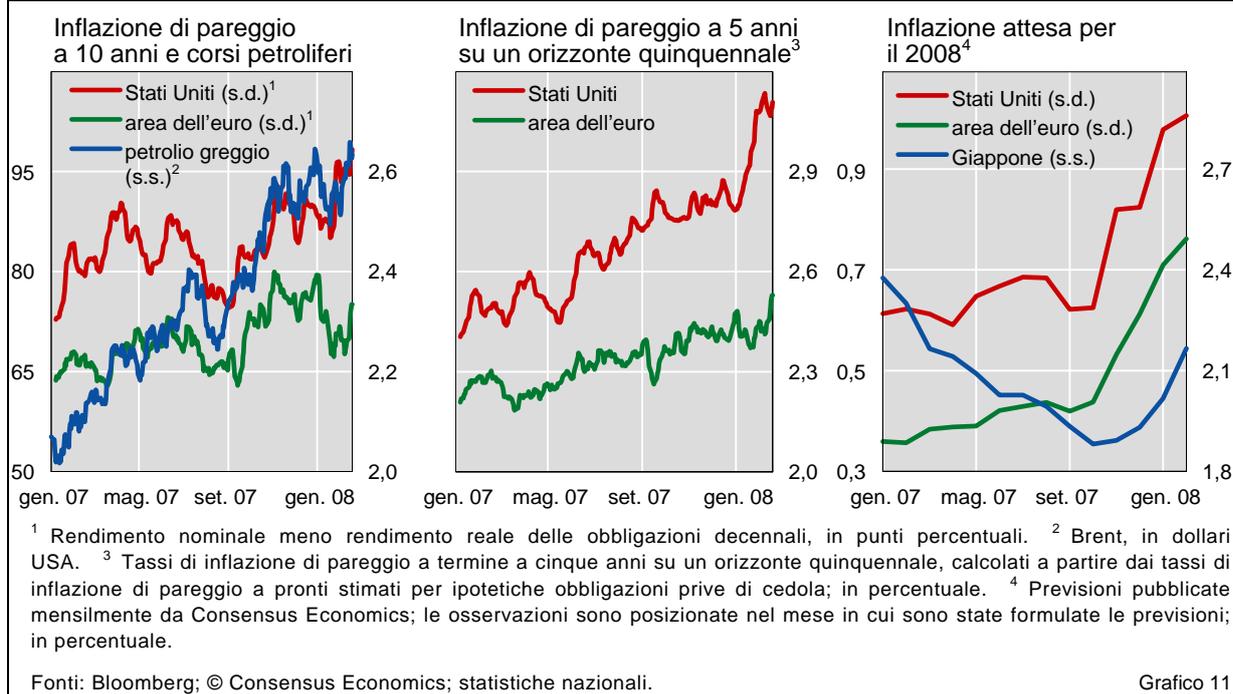


al 2,64% il 22 febbraio. Le aspettative di più lungo periodo implicite nei tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, che dovrebbero essere meno soggette agli influssi di shock transitori, sono aumentate in misura ancora maggiore (grafico 11, diagramma centrale).

Le aspettative di inflazione per l'area dell'euro rimangono ben ancorate

Rispetto agli Stati Uniti, le attese sull'inflazione futura nell'area dell'euro, rilevabili dai tassi di inflazione di pareggio, sono rimaste ancorate in modo relativamente saldo per gran parte del periodo in rassegna. Pur con un aumento di circa 25 punti base dal maggio 2007, il tasso di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è mantenuto in prossimità del 2,4% tra fine novembre e metà febbraio (grafico 11, diagramma centrale). Nelle settimane precedenti il 22 gennaio i nuovi dati pubblicati sono parsi indicare un rafforzamento dei rischi al ribasso per la crescita nell'area dell'euro, inducendo gli investitori ad attribuire una probabilità minore ad aumenti dei tassi da parte della BCE. Malgrado l'incremento maggiore del previsto del tasso di inflazione stimato, salito al 3,2% il 31 gennaio, il livello più alto da quattordici anni, la crescita deludente del settore dei servizi dell'area dell'euro in gennaio sembra aver convinto gli investitori della più alta probabilità di tagli futuri ai tassi. Tale percezione si è consolidata dopo la dichiarazione rilasciata dalla BCE il 7 febbraio, secondo cui i rischi al ribasso per la crescita erano effettivamente divenuti più preoccupanti. Di conseguenza, gli operatori di mercato hanno ridimensionato le attese sui tassi futuri (grafico 9, diagramma centrale), mentre l'inflazione di pareggio si è mossa al rialzo (grafico 11, diagramma centrale).

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



Il presunto “sganciamento” dei mercati emergenti viene messo in discussione

Mentre in passato le reazioni dei prezzi alle tensioni nei mercati del credito erano state più pronunciate nelle economie industrializzate, nel corso del periodo in esame i timori di un calo più diffuso della crescita economica hanno chiaramente cominciato a gravare sui mercati finanziari di numerosi paesi emergenti. I corsi azionari, in particolare, hanno registrato un calo generalizzato in gennaio, segnalando l'affiorare di pressioni sulla propensione al rischio e sulle attese relative agli utili. Questa evoluzione ha interessato anche paesi e mercati che in precedenza si erano dimostrati tra i più resilienti.

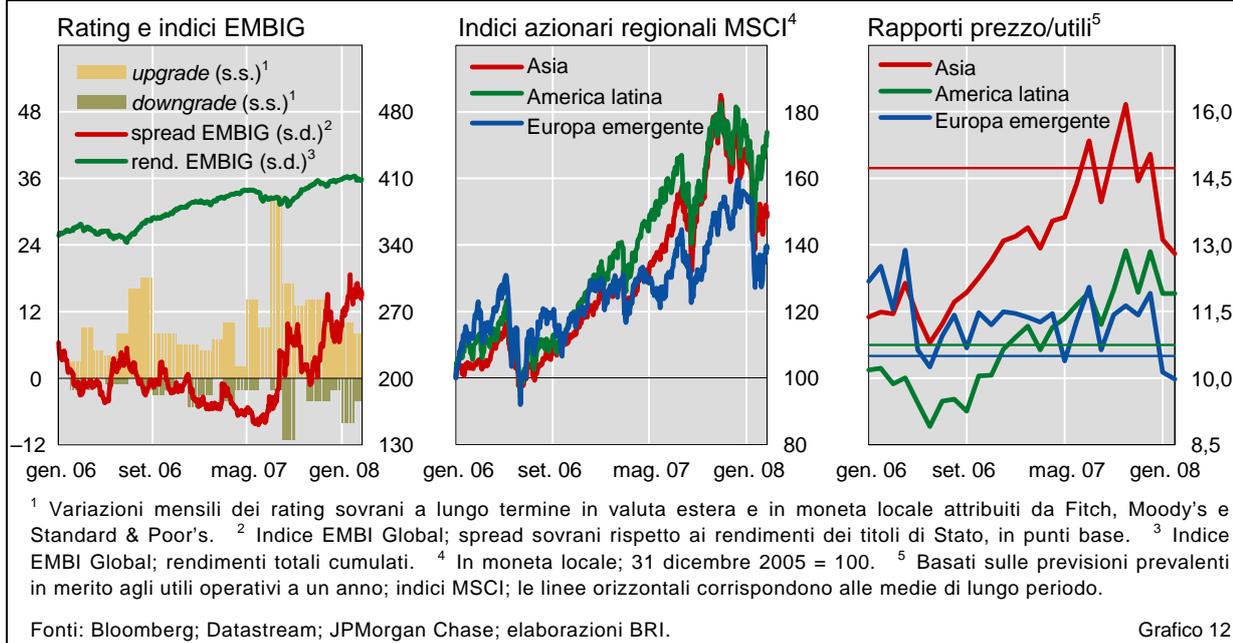
I differenziali relativi all'indice EMBI Global di obbligazioni dei mercati emergenti sono aumentati rispetto ai minimi di circa 240 punti base osservati verso la fine di dicembre, raggiungendo un massimo di 309 punti il 23 gennaio, per poi riportarsi in prossimità di 287 il 22 febbraio. Tra fine novembre e gli ultimi giorni di febbraio il rendimento dell'indice si è collocato intorno allo 0,7% ed è rimasto relativamente stabile per gran parte del periodo, facendo ritenere che la variazione dei differenziali sia stata parzialmente compensata da quella dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. Gli aumenti dei rating hanno continuato a superarne le diminuzioni, seppur con un margine più ridotto, a indicare che i fondamentali macroeconomici interni fornivano un certo sostegno in un contesto di maggiore incertezza riguardo alla crescita mondiale (grafico 12, diagramma di sinistra).

I mercati azionari, compresi quelli che precedentemente avevano dato prova di buona tenuta, hanno accusato una debolezza più pronunciata. Tra fine novembre e il 22 gennaio l'indice MSCI dei mercati emergenti ha perso

Nei paesi emergenti aumentano i differenziali di rendimento ...

... e si indeboliscono i mercati azionari ...

Attività dei mercati emergenti



approssimativamente il 15% in termini di moneta locale e verso la fine di febbraio continuava a evidenziare un calo di circa il 7,5%, nonostante che i mercati si fossero ripresi in seguito ai due interventi di riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. I titoli asiatici e, in misura minore, quelli dell'Europa emergente sono stati i più duramente colpiti (grafico 12, diagramma centrale).

Gli investitori sembrano avere messo in dubbio le precedenti ipotesi di una presunta estraneità dei mercati azionari dell'Asia e dell'Europa emergente ai problemi degli Stati Uniti, a indicazione di una maggiore enfasi posta sulle fonti indirette, rispetto a quelle dirette, di rischi per la crescita e gli utili. Tradizionalmente si era ritenuto che le esportazioni messicane fossero vulnerabili a un rallentamento dell'economia USA e che le economie minori dell'America latina avrebbero risentito di un eventuale calo degli afflussi di rimesse, mentre i mercati asiatici erano considerati più sensibili all'andamento della crescita mondiale e dei prezzi delle materie prime. I mercati emergenti dell'Europa, dal canto loro, erano ritenuti più esposti al rischio di una decelerazione delle principali economie europee. In base a tali presupposti, la relativa debolezza dei mercati azionari asiatici e dell'Europa emergente è parsa in linea con le attese di una correzione ciclica degli utili sulla scia del rallentamento economico mondiale. A livello regionale, le valutazioni degli indici celano divergenze significative tra i singoli paesi (grafico 12, diagramma di destra). Ad esempio, i rapporti prezzo/utigli per paesi quali il Brasile, la Cina e l'India, che si trovavano su livelli elevati all'inizio della recente correzione, hanno continuato a collocarsi al disopra delle loro medie storiche.

... mentre gli investitori mettono in discussione il presunto "sganciamento" dei mercati