

Quadro generale degli sviluppi: gli investitori ponderano la gravità e la durata del rallentamento mondiale

Le incertezze riguardo alla gravità e alla durata della contrazione economica hanno continuato a perturbare i mercati finanziari nel periodo da fine novembre 2008 al 20 febbraio 2009. I mercati creditizi hanno in genere seguito a risentire delle pressioni risultanti dalla debolezza dei dati economici e degli annunci sugli utili, e dalle conseguenti aspettative di un aumento delle insolvenze, come evidenziato in particolare dal rinnovato ampliamento degli spread sugli emittenti con merito di credito inferiore. Il deterioramento congiunturale è stato altresì all'origine del ribasso dei corsi azionari, specie in Giappone.

Nel contempo, si sono avvertiti i primi effetti delle misure intraprese dalle autorità per stabilizzare i mercati. Nei mercati monetari, l'azione delle banche centrali e le garanzie accordate dai governi hanno contribuito a riportare la calma nel comparto interbancario, e gli spread tra il Libor e gli *overnight index swap* (OIS) hanno continuato a restringersi gradualmente. I programmi di acquisto in via definitiva di titoli assistiti da ipoteca emessi da agenzie federali e di altri titoli garantiti da attività hanno concorso all'emergere di segnali di normalizzazione nei mercati ipotecari, mentre le garanzie alle emissioni del settore finanziario e le linee di finanziamento allestite dai governi hanno impresso slancio ai mercati primari dei titoli di debito, dove in gennaio l'attività è balzata a livelli record.

D'altra parte, le misure ufficiali di appoggio alle passività delle banche non sono state generalmente considerate positive per le azioni finanziarie, e i timori concernenti il settore finanziario hanno continuato a trainare verso il basso i mercati azionari statunitensi ed europei nel loro complesso. Nel contempo, la mancanza di informazioni dettagliate riguardo ai contenuti dei principali pacchetti di sostegno ha contribuito, insieme ad altri fattori, a portare la volatilità implicita su livelli elevati e i rapporti prezzo/utigli su valori estremamente bassi rispetto agli standard degli ultimi vent'anni.

Le incertezze circa la gravità della crisi finanziaria e del rallentamento economico hanno esercitato nuove pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato, il cui calo è stato tuttavia arginato dalle crescenti preoccupazioni per l'aumento delle emissioni. Nel contempo, in più segmenti del mercato

obbligazionario hanno continuato a evidenziarsi chiari segnali di un influsso di fattori diversi dalle aspettative circa i fondamentali economici e l'azione delle autorità.

Benché i mercati emergenti non presentassero in genere esposizioni dirette di rilievo alle attività disestate che stavano mettendo in seria difficoltà le maggiori economie industriali e fossero riusciti a superare abbastanza bene la fase più acuta della crisi finanziaria verso la fine del 2008, essi sono risultati molto meno immuni all'aggravarsi della recessione nei paesi industriali avanzati. Il crollo delle esportazioni e della crescita del PIL ha posto in chiara evidenza la gravità e la sincronia del rallentamento economico mondiale, che ha trovato riflesso in un calo dei prezzi delle attività, in particolare nell'Europa emergente.

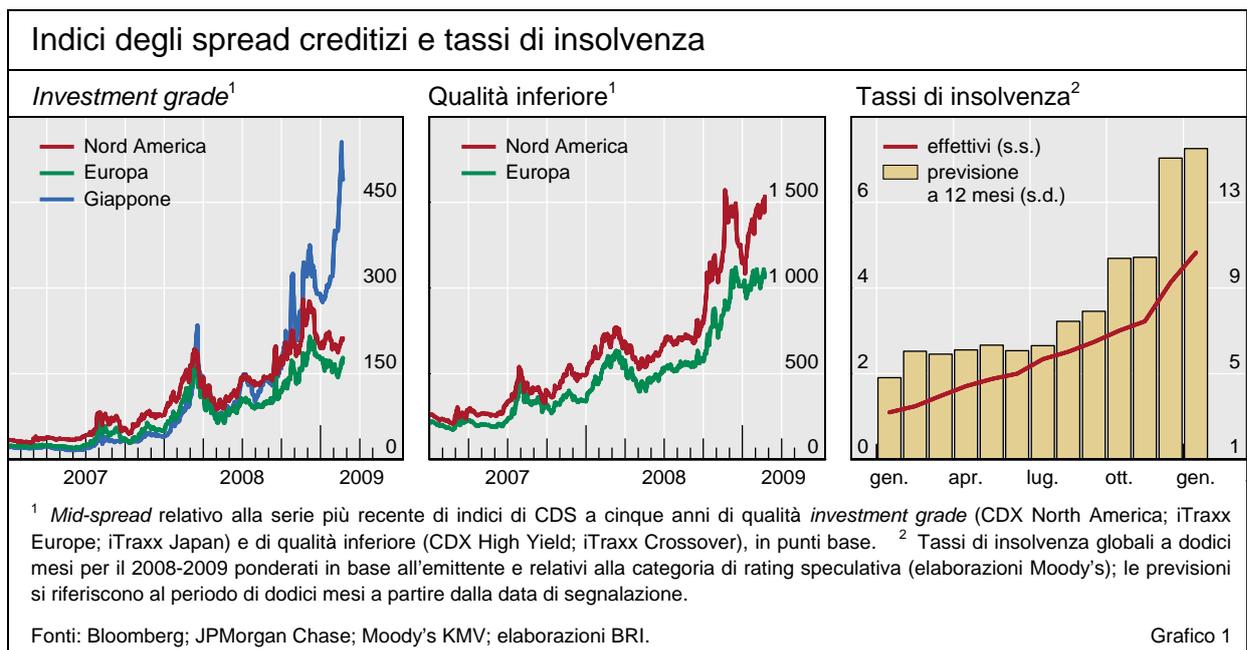
Mercati creditizi sotto pressione per le ulteriori perdite nel settore bancario

Le radicate incertezze circa le prospettive per l'economia mondiale hanno esposto gli indici di riferimento dei *credit default swap* (CDS) a una notevole volatilità degli spread tra fine novembre e febbraio inoltrato. I differenziali hanno raggiunto nuovi massimi agli inizi di dicembre, in presenza di crescenti timori di recessione, per poi ridursi con l'inizio del nuovo anno. Successivamente, però, il clima si è deteriorato a seguito della pubblicazione di dati economici deboli e delle notizie di ulteriori perdite su larga scala nel settore bancario. Quando questi andamenti hanno dato origine a un'altra serie di interventi ufficiali intesi a stabilizzare i sistemi finanziari, gli spread sono stati ancora una volta sospinti temporaneamente verso il basso a fine gennaio, ma hanno ripreso ad ampliarsi in febbraio.

I mercati creditizi sono soggetti a ...

... ripetuti mutamenti del clima di fiducia degli investitori ...

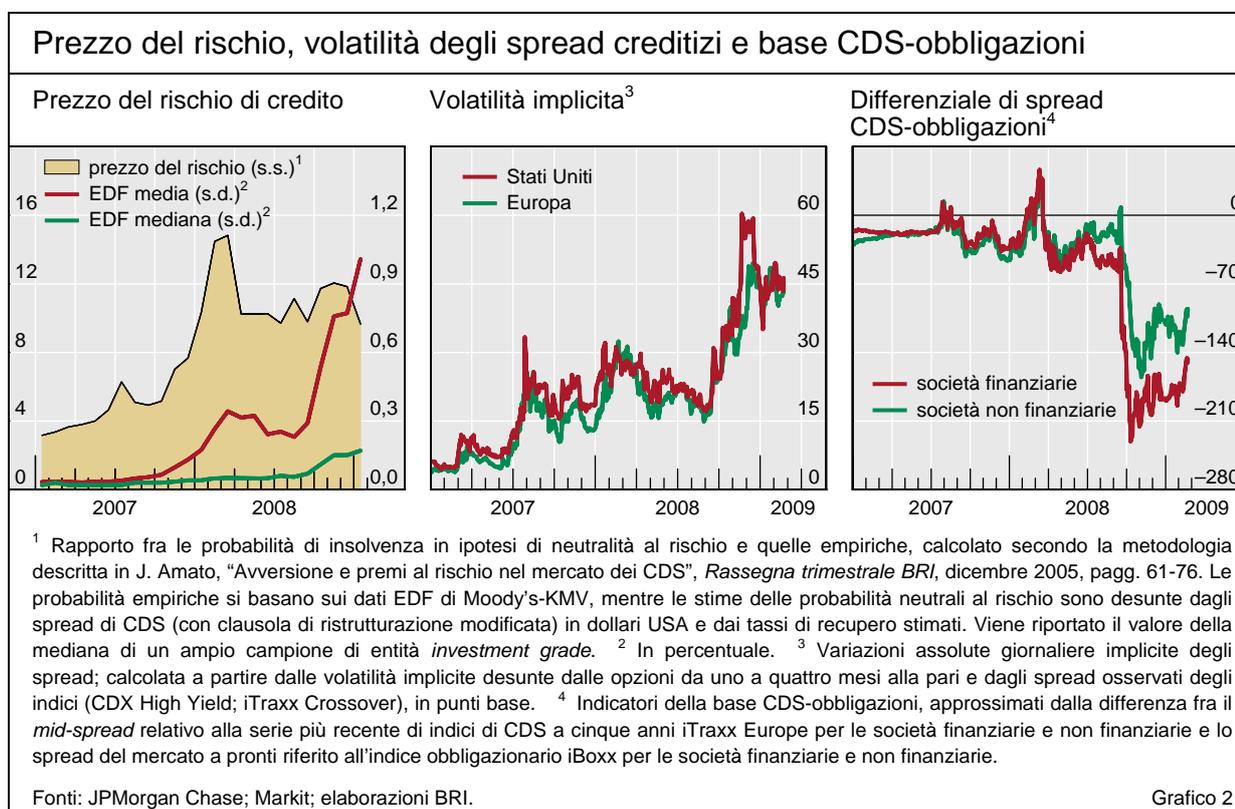
In generale, gli spread hanno segnato una performance migliore nel comparto di qualità bancaria (*investment grade*) che in quello degli emittenti con minor merito creditizio (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale). Considerato il



perdurare dei problemi nel settore bancario, era probabile che il rallentamento economico in atto e la scarsa disponibilità di finanziamenti determinassero un ulteriore deterioramento sostanziale del credito. Sono pertanto emerse attese di un nuovo aumento dei tassi di insolvenza, già saliti notevolmente dai livelli molto bassi degli inizi del 2008, e questo ha esercitato pressioni sui mutuatari con rating inferiore (grafico 1, diagramma di destra). In linea con i suddetti andamenti, la tolleranza al rischio nei mercati creditizi è rimasta molto bassa (grafico 2, diagramma di sinistra). Le connesse incertezze hanno trovato riflesso anche nella volatilità implicita, che pure era di recente calata rispetto ai massimi storici dell'ottobre 2008 (grafico 2, diagramma centrale).

... in presenza di livelli elevati di incertezza

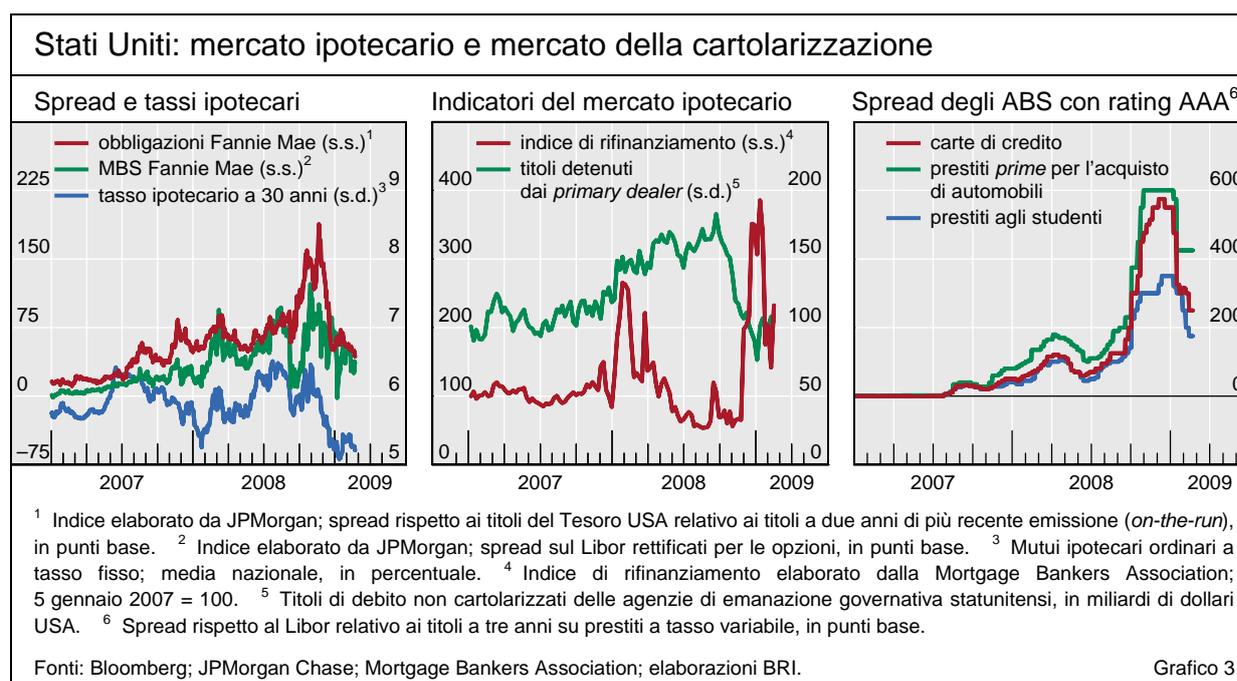
Alla fine del periodo in rassegna lo spread relativo all'indice CDX statunitense a cinque anni del comparto dell'alto rendimento è di conseguenza salito a quasi 1 534 punti base, un livello superiore di circa 148 punti rispetto a fine novembre e inferiore di appena 38 punti al massimo dello stesso mese. I corrispondenti spread nel comparto *investment grade* sono invece scesi di 28 punti base, a circa 212. Gli indici europei dei CDS hanno sostanzialmente rispecchiato l'evoluzione dei corrispettivi indici statunitensi, risultando in un differenziale per i titoli di qualità bancaria pressoché invariato rispetto a fine novembre. In Giappone, invece, tale comparto ha registrato un ampliamento degli spread pari a 170 punti base (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale). Benché in parte determinato dal rapido indebolimento del quadro macroeconomico, quest'ultimo andamento è stato esacerbato da effetti di composizione dell'indice e dal deterioramento della liquidità di mercato, come evidenziato dalla forte ascesa dei differenziali denaro-lettera.



Un fattore di sostegno ai mercati creditizi nel periodo in esame sono stati i segnali che i recenti interventi delle autorità stavano contribuendo a migliorare le condizioni in segmenti importanti e precedentemente perturbati dei mercati monetari (cfr. la sezione successiva) e creditizi. Al riguardo, un esempio rilevante di mercato in via di normalizzazione proviene dal settore dei mutui degli Stati Uniti, nel quale gli spread sui titoli delle agenzie federali e i tassi ipotecari hanno continuato a scendere rispetto ai massimi di ottobre (grafico 3, diagramma di sinistra). Dopo che il 25 novembre la Federal Reserve ha annunciato un programma per l'acquisto in via definitiva di titoli collegati alle agenzie, la domanda degli investitori si è ripresa, come evidenzia il calo significativo segnato alla fine del 2008 dal volume di strumenti di questo tipo detenuti dagli intermediari. I tassi ipotecari sono scesi bruscamente (a circa il 5% per i mutui trentennali ordinari). Anche se parte della flessione è stata successivamente riassorbita sulla scia dell'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA, i mutuatari che soddisfacevano le condizioni previste sono stati indotti a rinnovare i loro prestiti a costi inferiori (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale). Un sostegno aggiuntivo è provenuto dai consistenti acquisti di titoli garantiti da ipoteche (*mortgage-backed securities*, MBS) emessi da agenzie federali, che la Federal Reserve aveva annunciato per i primi due trimestri del 2009. L'entità del programma (\$500 miliardi, vale a dire circa \$1,1 miliardi in media per giornata lavorativa) era tale che gli spread sugli MBS ne hanno avvertito l'impatto ancor prima dell'inizio effettivo degli acquisti il 5 gennaio. Effetti analoghi si sono prodotti sui mercati statunitensi dei titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS) creati tramite la cartolarizzazione di prestiti al consumo, anziché di mutui ipotecari, dove gli spread nella categoria di rating AAA sono scesi in vista del varo della Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) in febbraio (grafico 3, diagramma di destra).

Nonostante gli evidenti segnali di normalizzazione ...

... nei mercati USA dei mutui ipotecari, degli ABS ...



... e delle nuove emissioni di strumenti di debito ...

Un ulteriore segnale di normalizzazione agevolata dall'intervento delle autorità è provenuto dai mercati primari dei titoli di debito, nei quali l'attività è balzata a livelli record. Mentre varie autorità nazionali prendevano in considerazione la possibilità di acquistare in via definitiva obbligazioni societarie, e in presenza di programmi di garanzia intesi a sostenere gli emittenti del settore finanziario, a gennaio sono stati lanciati numerosi collocamenti programmati in attesa di realizzazione. Molte grandi emissioni di obbligazioni societarie sono state collocate sui mercati del dollaro, dell'euro e della sterlina, incluso un prestito con doppia valuta di denominazione, la prima operazione europea ad alto rendimento in 18 mesi. Gli emittenti hanno dovuto generalmente accettare spread più ampi che nei mercati dei CDS e in quelli secondari a pronti, ma a tali prezzi i mutuatari con rating più elevato sono parsi beneficiare di una pronta disponibilità di credito. Le emissioni societarie lorde globali hanno di conseguenza raggiunto i \$131 miliardi in gennaio, un livello superiore di oltre il 150% a quelli medi dello stesso mese nel periodo 2000-08. Sorretta dalle garanzie pubbliche, l'attività è stata vivace anche nel settore finanziario, consentendo alle banche di allungare la scadenza dei loro finanziamenti di mercato (cfr. il capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale").

L'estensione della durata della provvista bancaria è parsa a sua volta allentare le pressioni nei mercati della carta commerciale (*commercial paper*, CP). Verso la fine di gennaio, all'approssimarsi della scadenza della prima serie di collocamenti effettuati nel contesto della Commercial Paper Funding Facility (CPFF) della Federal Reserve, e in presenza di un calo dei tassi sulla CP ordinaria al disotto dei costi di finanziamento per le emissioni CPFF, ingenti volumi di CP sono tornati ad affluire nel mercato più ampio. Partendo da un livello di \$334 miliardi, tra fine dicembre e febbraio inoltrato le disponibilità nette della CPFF sono scese di circa \$85 miliardi, pari al 63% dei \$135 miliardi di riduzione nella CP totale in essere; i mercati del finanziamento all'ingrosso hanno pertanto assorbito gran parte dei volumi di CPFF in scadenza.

... permangono malfunzionamenti più generali

Allo stesso tempo hanno continuato a permanere segnali di malfunzionamento dei mercati, a riprova della fragilità delle condizioni di mercato e del clima di fiducia degli investitori. Ciò è risultato ad esempio evidente dall'andamento di indicatori quali la base CDS-obbligazioni, che riflette il differenziale di prezzo tra i contratti CDS e le corrispondenti obbligazioni del mercato a pronti. Seppure ridottasi rispetto all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, la base è rimasta insolitamente ampia agli inizi del nuovo anno, a indicazione che l'attività di arbitraggio che normalmente avrebbe teso a comprimere i differenziali di prezzo continuava a risentire dell'elevato costo del capitale e del finanziamento per gli investitori con alto grado di leva (grafico 2, diagramma di destra). Effetti analoghi si sono osservati altrove, come mostra il livello elevato e variabile dei premi di liquidità nei mercati dei titoli di Stato e degli swap (cfr. la sezione sui mercati obbligazionari).

Le banche, in particolare, restano sottoposte a pressioni ...

La fiducia degli investitori è stata nuovamente scossa allorché, nonostante i \$925 miliardi di capitali privati e pubblici complessivamente immessi nel settore bancario mondiale dal terzo trimestre 2007, sono emersi nuovi indizi di problemi riguardanti banche sia europee sia statunitensi. Tali problemi hanno

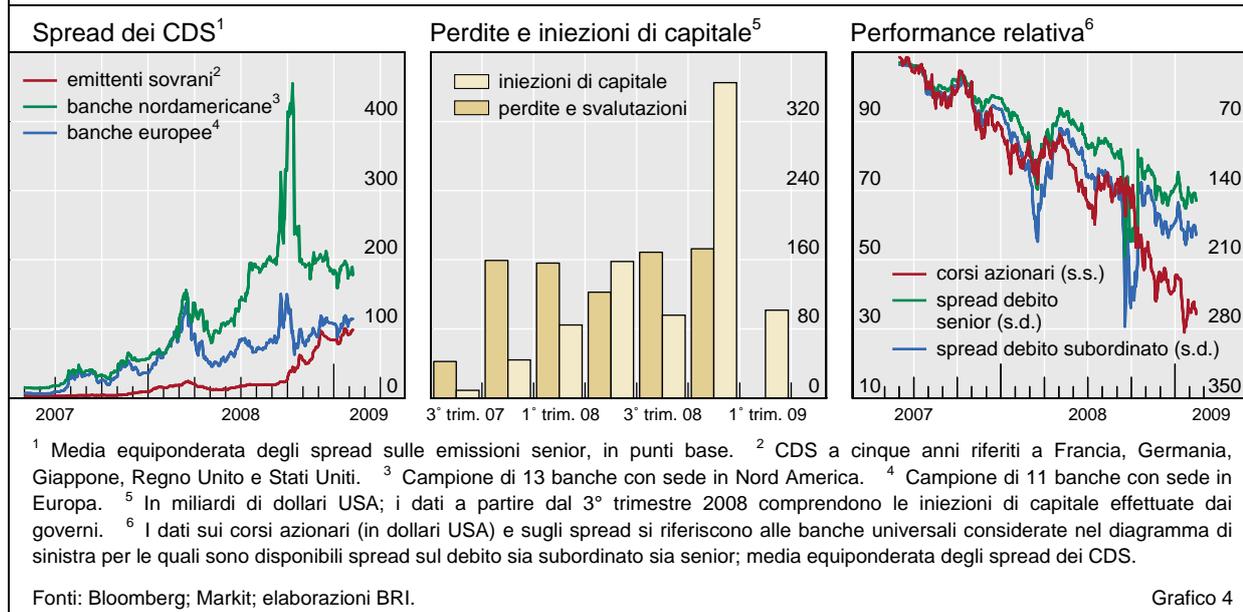
Cronologia essenziale degli eventi nel periodo in esame	
Data	Evento
8 gennaio	La tedesca Commerzbank riceve un pacchetto di salvataggio per arginare le perdite di Dresdner Bank, acquisita di recente; il governo tedesco assume una partecipazione del 25% nella società risultante dalla fusione.
16 gennaio	Le autorità irlandesi assumono il controllo di Anglo Irish Bank. Citigroup annuncia una perdita di \$8 miliardi. Replicando l'approccio già adottato per Citigroup, le autorità statunitensi accettano di investire \$20 miliardi in Bank of America attraverso l'acquisto di azioni privilegiate, oltre a offrire garanzie per un portafoglio di \$118 miliardi di attività della banca. La misura fa seguito all'acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America nello stesso mese.
19 gennaio	A seguito delle perdite per circa £28 miliardi subite nel 2008 da Royal Bank of Scotland, le autorità accrescono fino a un massimo del 70% la loro partecipazione al capitale dell'istituto in difficoltà. La decisione fa parte di un ulteriore piano generale di salvataggio annunciato lo stesso giorno, che prevede fra l'altro l'estensione delle garanzie esistenti per il debito delle banche partecipanti e una protezione, dietro pagamento di una commissione, contro le perdite sui portafogli di attività delle società finanziarie.
21 gennaio	Le autorità francesi si offrono di immettere fino a €10,5 miliardi di liquidità nelle banche che soddisfino determinati requisiti.
26 gennaio	Le autorità olandesi concedono a ING Group una linea di appoggio a garanzia di una parte del portafoglio di mutui cartolarizzati della banca del valore di \$35 miliardi.
10 febbraio	La banca svizzera UBS segnala CHF 8,1 miliardi di perdite per il quarto trimestre. Le autorità statunitensi annunciano un nuovo piano articolato di sostegno al settore finanziario; esso prevede un'estensione della portata delle misure esistenti, includendo gli MBS commerciali nella Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), e propone l'istituzione di un fondo di investimento pubblico-privato con una dotazione compresa tra \$0,5 e 1 trilioni per l'acquisto degli attivi deteriorati delle banche.
Fonti: Bloomberg; <i>Financial Times</i> ; <i>The Wall Street Journal</i> .	
Tabella 1	

smentito quanti ritenevano che il sostegno fornito su larga scala dalle autorità nel terzo e quarto trimestre 2008 avesse ripristinato condizioni di stabilità durevole nel settore. La catena di eventi è iniziata l'8 gennaio, quando le perdite di una società concorrente appena acquisita hanno richiesto l'adozione di un piano di salvataggio per Commerzbank (tabella 1), e si è fatta più incalzante al susseguirsi di notizie analoghe concernenti altre importanti banche nel corso della settimana successiva (grafico 4, diagrammi di sinistra e centrale).

In conseguenza di ciò, gli spread creditizi sono stati sospinti verso l'alto, in presenza di mercati poco spessi e volatili. Benché il rialzo abbia principalmente riguardato i differenziali per le società finanziarie, le garanzie esistenti e le attese di ulteriori misure di sostegno hanno generalmente limitato i movimenti degli spread rispetto ai corsi azionari (cfr. la sezione sui mercati azionari). Gli spread sui CDS riferiti a emissioni bancarie subordinate, invece, sono rimasti sotto pressione a causa delle incertezze circa le implicazioni che gli interventi pubblici, compreso il trattamento dei titoli ibridi emessi per rafforzare la posizione patrimoniale delle banche, avrebbero potuto avere per gli investitori in strumenti di debito di rango (*seniority*) inferiore. I timori che aveva provocato la decisione di un importante emittente di non riscattare i titoli ibridi in essere alla data di scadenza prevista si sono tuttavia attenuati quando altri prenditori hanno deciso di rimborsare le loro emissioni. Le connesse preoccupazioni per il rischio di estensione delle scadenze (vale a dire il rischio

... come appare evidente dai prezzi delle diverse categorie di debito

Indicatori del settore finanziario



che le scadenze di titoli simili fossero prolungate oltre la data di riscatto concordata) si erano trasmesse ai mercati dei CDS subordinati, molto utilizzati per la copertura degli strumenti ibridi (grafico 4, diagramma di destra).

Una nuova serie di interventi pubblici ...

I timori per il settore finanziario hanno continuato a pesare sugli spread nelle settimane successive, ma sono stati in parte controbilanciati da una nuova serie di misure pubbliche di sostegno. Un primo passo in questa direzione è stato compiuto dal Regno Unito, dove i precedenti sforzi di risanamento del settore finanziario si erano dimostrati insufficienti: il 19 gennaio, dopo le notizie di pesanti perdite per la Royal Bank of Scotland nel 2008, le autorità hanno annunciato un nuovo piano generale di salvataggio per le società finanziarie britanniche. Nelle giornate successive anche le autorità di altri paesi europei hanno adottato misure aggiuntive di sostegno. Tali iniziative, assieme alle notizie che la neo-insediata Amministrazione statunitense intendeva allestire un nuovo programma articolato di salvataggio, hanno concorso a sostenere il clima di mercato fino ai primi di febbraio e a restringere nuovamente gli spread nei comparti di qualità bancaria statunitense ed europeo, che si sono riportati su livelli non più osservati da novembre. Tuttavia, dopo la pubblicazione di dati economici deboli e la delusione per i dettagli dell'annunciato programma statunitense, gli spread creditizi hanno ripreso a salire verso la fine di febbraio.

... contribuisce a sospingere verso l'alto gli spread sovrani

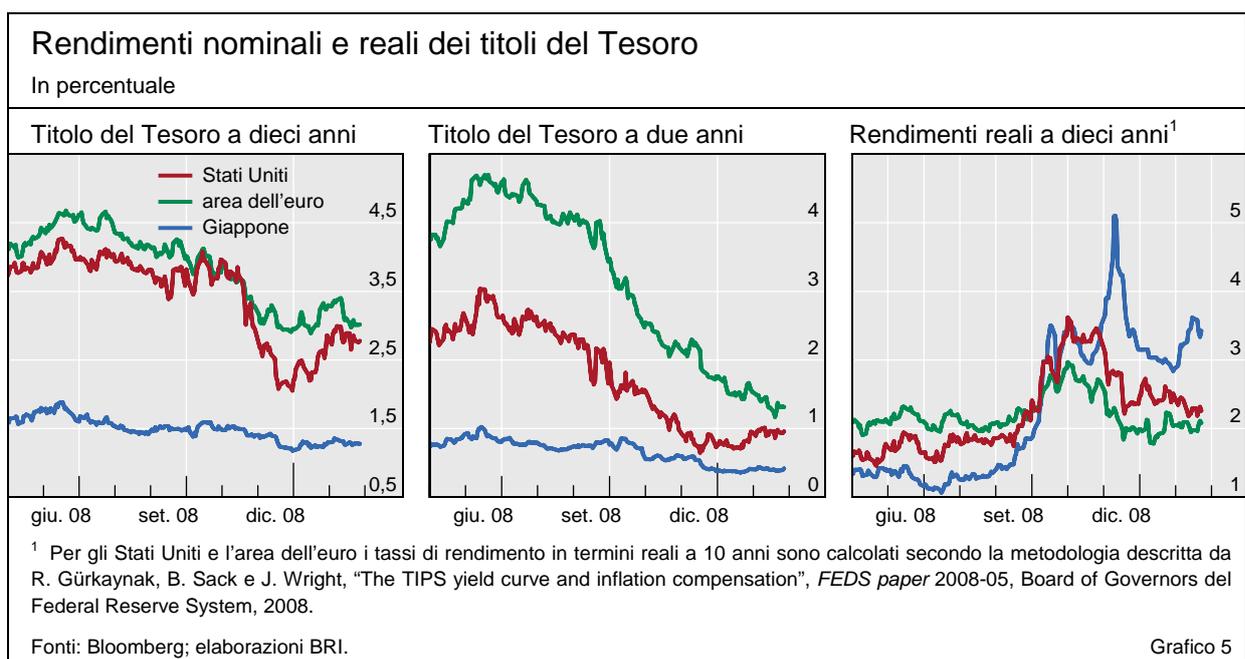
Riflettendo l'impatto dei nuovi interventi delle autorità sui saldi di bilancio, oltre che il livello generalmente basso di propensione al rischio, gli spread sui CDS sovrani hanno continuato ad ampliarsi nel periodo in rassegna. Gli interventi effettivi e previsti di abbassamento dei rating hanno concorso a determinare aumenti particolarmente pronunciati degli spread per una serie di paesi dell'area dell'euro; in gennaio Standard & Poor's ha declassato il rating di Grecia, Portogallo e Spagna. Le esposizioni dei sistemi bancari verso particolari mercati o regioni e i connessi timori riguardo ai futuri interventi pubblici di sostegno sembrano parimenti avere influito sugli spread. Tuttavia,

anche per altri paesi e in segmenti diversi da quello dei CDS erano evidenti segnali di una sempre minore propensione al rischio sovrano (cfr. le sezioni sui mercati obbligazionari e sui mercati emergenti).

Il calo dei rendimenti dei titoli di Stato è interrotto dai timori per l'offerta

Le incertezze in merito alla gravità della crisi finanziaria e del deterioramento congiunturale dell'economia hanno seguito a gravare sui rendimenti dei titoli di Stato nei principali mercati obbligazionari durante il periodo in esame. A tratti, le speculazioni su possibili interventi delle banche centrali in tali mercati hanno contribuito a creare pressioni al ribasso sui rendimenti. Tuttavia, i crescenti timori connessi alla maggiore offerta di titoli di Stato hanno controbilanciato tali forze, spingendo verso l'alto i rendimenti nelle prime settimane del 2009, specie negli Stati Uniti.

Nel complesso, tra la fine del novembre 2008 e il 20 febbraio 2009 i rendimenti sui titoli di Stato nominali a dieci anni sono diminuiti di circa 15 punti base negli Stati Uniti, 25 nell'area dell'euro e 10 in Giappone (grafico 5, diagramma di sinistra). Le variazioni relativamente modeste nel periodo considerato sono riconducibili all'effetto di forze contrastanti sulle quotazioni obbligazionarie. Agli inizi di dicembre i rendimenti a lungo termine sono calati significativamente, per poi stabilizzarsi e quindi aumentare durante tutta la prima parte di gennaio, quando in alcuni mercati di attività rischiose si è osservata una breve fase rialzista. L'ascesa dei rendimenti si è temporaneamente interrotta a metà gennaio, allorché l'umore degli investitori è stato guastato da ulteriori notizie negative sulle prospettive economiche e sullo stato di salute del sistema bancario. Nondimeno, i rendimenti a lungo termine hanno cominciato a salire non appena sono tornate in primo piano le preoccupazioni sull'offerta. Verso la fine del periodo in rassegna è emersa qualche rinnovata



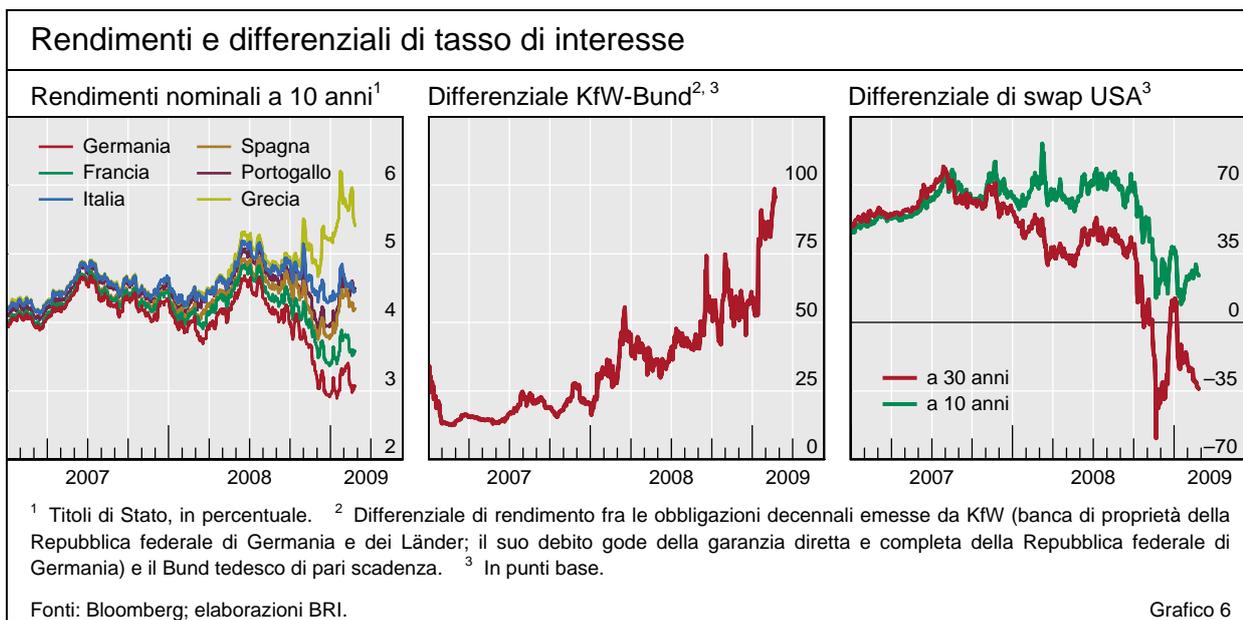
pressione al ribasso sui rendimenti a fronte dei timori degli investitori circa l'adeguatezza dell'ultimo piano di salvataggio del settore finanziario USA.

L'eventualità di un acquisto di titoli del Tesoro da parte della Fed spinge al ribasso i rendimenti

Negli Stati Uniti, quando il FOMC è intervenuto in dicembre per portare l'intervallo obiettivo per il tasso sui *federal fund* tra lo 0 e lo 0,25%, si sono intensificate tra gli investitori le speculazioni sulle modalità alternative mediante cui la Federal Reserve avrebbe potuto attuare ulteriori politiche di allentamento. L'eventualità che si potesse ricorrere all'acquisto definitivo di titoli del Tesoro ha generato a tratti pressioni al ribasso sui rendimenti a lungo termine USA. Questo effetto è risultato particolarmente evidente a inizio dicembre, allorché il Presidente del Federal Reserve Board ha menzionato la possibilità che la banca centrale acquistasse un volume consistente di titoli del Tesoro a più lungo termine. A seguito di tali dichiarazioni i rendimenti a 10 e 30 anni sono scesi di circa 20 punti base. Analogamente, i rendimenti a lungo termine si sono contratti di circa 25 punti base dopo la diffusione del comunicato del FOMC di dicembre, in cui si affermava che il Comitato stava valutando i potenziali benefici rivenienti dall'acquisto di titoli del Tesoro a più lungo termine. La rilevanza della questione è emersa di nuovo con evidenza all'indomani del comunicato diffuso dal FOMC il 28 gennaio, che ha deluso gli investitori per la mancanza di nuove informazioni sul possibile acquisto definitivo di titoli del Tesoro, determinando un aumento di 15-20 punti base dei rendimenti a lungo termine.

Fattori diversi dai fondamentali continuano a influenzare i rendimenti reali ...

I rendimenti obbligazionari hanno continuato a subire il chiaro influsso di fattori diversi dalle aspettative circa i fondamentali economici e gli interventi delle autorità. Ciò è apparso particolarmente evidente nel caso dei mercati dei titoli indicizzati, dove il livello elevato e volatile dei premi di liquidità, nonché fattori tecnici connessi con le attività di copertura e di ridimensionamento della leva finanziaria, hanno determinato oscillazioni inconsuete dei rendimenti reali. Ad esempio, a fine novembre e inizio dicembre i rendimenti reali a 10 anni dei titoli indicizzati giapponesi si sono accresciuti di circa 200 punti base,



portandosi brevemente al disopra del 5% nella seconda settimana di dicembre (grafico 5, diagramma di destra). Questo deciso incremento si è verificato nonostante le indicazioni secondo cui l'economia giapponese stava attraversando il peggior rallentamento da decenni. Stando alle analisi di mercato, le oscillazioni dei rendimenti reali hanno rispecchiato in larga misura il rapido smobilizzo di posizioni nel mercato nipponico dei titoli indicizzati da parte di investitori con alto grado di leva, tra cui gli hedge fund stranieri.

I fattori di natura tecnica hanno seguito a influire anche sui tassi di inflazione di pareggio nei principali paesi industrializzati. Sebbene le aspettative di una rapida disinflazione abbiano contribuito ad abbassare i tassi di pareggio sugli orizzonti più brevi, gli andamenti recenti dei tassi a lungo termine sembrano essere riconducibili, in gran parte, a fattori non direttamente collegati all'evoluzione attesa dei prezzi, fra cui il rapido disinvestimento di posizioni, la forte domanda precauzionale della liquidità offerta dai titoli del Tesoro nominali e l'incremento dei premi di liquidità applicati alle obbligazioni indicizzate, elementi che hanno concorso a spingere i tassi di pareggio su livelli insolitamente bassi (cfr. il riquadro). Tuttavia, a fronte di un'attenuazione di alcune di queste forze agli inizi del 2009, i tassi di pareggio hanno cominciato a risalire leggermente dai minimi raggiunti.

I timori in merito all'accresciuta offerta di titoli di Stato hanno controbilanciato la pressione al ribasso sui rendimenti derivante dalla domanda di investimenti rifugio e dal deteriorarsi delle prospettive economiche, finendo per innalzare i rendimenti stessi. In presenza di una crescente offerta di debito pubblico sono anche emersi segnali che i governi avrebbero potuto incontrare maggiori difficoltà a raccogliere fondi nei mercati obbligazionari. Inoltre, l'incremento dei volumi di emissioni societarie e di debito bancario garantito dai governi ha intensificato la concorrenza che questi ultimi devono affrontare per attirare gli investitori. Di recente alcuni paesi dell'area dell'euro hanno cancellato aste di titoli di debito a causa della carenza di domanda. Persino la Germania ha registrato una minore domanda di nuove emissioni; negli ultimi mesi, in diverse occasioni nel mercato primario dei titoli di Stato tedeschi non vi sono state offerte sufficienti (a prezzi fissi) a coprire l'intero ammontare offerto.

Un altro fattore che sembra avere contribuito all'aumento dei rendimenti è stata l'incertezza circa le implicazioni in termini di rischio di credito sovrano di disavanzi pubblici ampi e in rapida espansione, associati ai consistenti pacchetti di stimolo e alle garanzie offerte alle banche. Tali preoccupazioni sono state in parte anche all'origine della persistente crescita degli spread tra i rendimenti dei Bund tedeschi e dei titoli di Stato di altri paesi dell'area dell'euro, che in alcuni casi hanno subito declassamenti di rating (cfr. la sezione sui mercati creditizi). Oltre a questi timori, anche il fatto che i mercati dei titoli del Tesoro di molti paesi dell'area siano assai meno liquidi rispetto a quello dei Bund ha svolto probabilmente un ruolo significativo al riguardo, dal momento che la propensione degli investitori per i titoli con bassa liquidità è

... e i tassi di inflazione di pareggio

I rendimenti obbligazionari aumentano di fronte ai timori sull'offerta ...

... e all'incertezza sul rischio di credito sovrano ...

Determinanti delle recenti variazioni nei tassi di inflazione di pareggio

Peter Hördahl

Negli ultimi mesi i tassi di inflazione di pareggio, dati dalla differenza di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione, si sono caratterizzati per una volatilità anomala, scendendo a minimi senza precedenti per poi recuperare lievemente terreno agli inizi del 2009. Il tasso di inflazione di pareggio statunitense a dieci anni, ad esempio, è crollato in prossimità dello zero verso la fine del 2008, dopo essere rimasto stabile intorno al 2,5% per vari anni (grafico A, diagramma di sinistra). Un andamento analogo, sebbene meno pronunciato, si è osservato nel caso dei tassi di pareggio dell'area dell'euro (grafico A, diagramma centrale).

Di fronte a queste dinamiche è naturale chiedersi fino a che punto le recenti oscillazioni vadano interpretate come indicative di variazioni effettive dell'inflazione attesa. I tassi di inflazione di pareggio sono da tempo utilizzati come indicatori delle aspettative di inflazione dei mercati sull'orizzonte di durata delle obbligazioni di riferimento. Le forti oscillazioni subite da molti mercati, inclusi quelli delle obbligazioni nominali e indicizzate all'inflazione, durante la crisi finanziaria hanno ovviamente rispecchiato anche fattori diversi dai fondamentali. Nel complesso è pertanto probabile che la flessione dei tassi di pareggio sia dovuta non solo alle aspettative di più bassa inflazione, ma anche in misura rilevante ad altri fattori, compresi fattori di liquidità e fattori "tecnici" di mercato.

In generale i tassi di pareggio possono considerarsi costituiti da quattro componenti principali: a) l'inflazione attesa; b) i premi per il rischio di inflazione; c) i premi di liquidità; e d) fattori "tecnici" di mercato¹. L'importanza relativa di queste componenti può variare nel tempo al variare delle condizioni economiche e finanziarie.

Al fine di valutare la rilevanza della prima componente può essere utile esaminare altri indicatori dell'inflazione attesa, come i dati tratti dalle indagini. Stando alla Survey of Professional Forecasters (SPF) condotta dalla Federal Reserve Bank di Philadelphia, le aspettative di inflazione negli Stati Uniti sull'orizzonte di un trimestre sono diminuite dal 2,9% del terzo trimestre 2008 allo 0,8% del primo trimestre 2009, mentre quelle a dieci anni sono calate di appena lo 0,1%, al 2,5%.

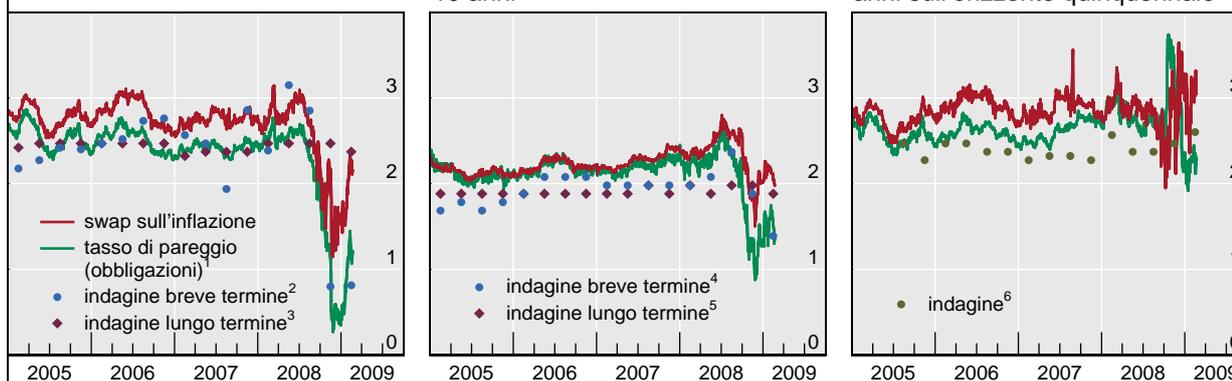
Tassi di inflazione di pareggio e previsioni ricavate dalle indagini

In percentuale

Tassi di inflazione USA a 10 anni

Tassi di inflazione area dell'euro a 10 anni

Tassi di inflazione USA a cinque anni sull'orizzonte quinquennale



Le aspettative per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro sono calcolate rispettivamente come mediana e media del campione.

¹ I tassi di inflazione di pareggio ricavati dalle obbligazioni prive di cedola sono calcolati in base alla metodologia descritta da R. Gürkaynak, B. Sack e J. Wright, "The TIPS yield curve and inflation compensation", *FEDS Paper* 2008-05, Board of Governors del Federal Reserve System, 2008. ² Aspettative a un trimestre relative all'inflazione al consumo. ³ Aspettative a dieci anni relative all'inflazione al consumo. ⁴ Aspettative a un anno relative all'inflazione misurata sullo IAPC. ⁵ Aspettative a cinque anni relative all'inflazione misurata sullo IAPC. ⁶ Aspettative relative all'inflazione al consumo a cinque anni sull'orizzonte quinquennale.

Fonti: Bloomberg; indagini Survey of Professional Forecasters (SPF) della Federal Reserve Bank di Philadelphia e della BCE; elaborazioni BRI.

Grafico A

Analogamente, sebbene negli ultimi mesi l'inflazione attesa a breve termine nell'area dell'euro abbia registrato una flessione significativa, la SPF della BCE ha evidenziato anch'essa un calo di appena lo 0,1%, all'1,9%, delle aspettative di inflazione a lungo termine (orizzonte quinquennale) fra il terzo trimestre 2008 e il primo trimestre 2009. Tali dinamiche indicano che le aspettative di inflazione a qualche anno sono rimaste mediamente stabili nonostante il rapido calo delle attese a breve termine. Tuttavia, considerati i forti shock che di recente hanno colpito l'economia, è stata messa in discussione la plausibilità che le aspettative di inflazione a lungo termine rimangano stabili.

Per quanto riguarda il premio per il rischio di inflazione, stime recenti indicano che tendenzialmente questa componente ha assunto proporzioni piuttosto esigue e stabili². Di conseguenza, appare improbabile che essa sia stata all'origine di una parte importante delle variazioni osservate nei tassi di inflazione di pareggio. Nondimeno, stando ad alcune stime i premi per il rischio di inflazione presentano una correlazione positiva con l'inflazione, per cui il recente rallentamento dei prezzi potrebbe effettivamente aver abbassato il corrispondente premio, in linea con il calo dei tassi di pareggio. Tuttavia, intuitivamente è altresì lecito ipotizzare che il premio per il rischio di inflazione sia cresciuto, viste la maggiore volatilità dell'inflazione e l'incertezza circa gli effetti che le recenti azioni di politica monetaria potrebbero avere sui prezzi.

È effettivamente probabile che i premi di liquidità, considerati in un'accezione ampia, abbiano avuto un ruolo importante per le dinamiche dei tassi di pareggio. Nel periodo di turbolenza dei mercati gli ingenti flussi di capitali provocati dalla fuga degli investitori verso attività liquide hanno fatto impennare la domanda di titoli del Tesoro nominali, determinando probabilmente premi di liquidità negativi su questo segmento. In altre parole, i rendimenti nominali sono stati trascinati su valori estremamente bassi, il che ha a sua volta esercitato forti pressioni al ribasso sui tassi di pareggio. Inoltre, dal momento che i mercati dei titoli indicizzati all'inflazione sono notevolmente meno liquidi di quelli dei titoli nominali, essi comportano un rischio molto più elevato che gli investitori incontrino difficoltà nel chiudere rapidamente una posizione ai prezzi prevalenti sul mercato. In periodi normali, si ritiene che ciò dia luogo a un premio di liquidità relativamente contenuto sulle obbligazioni indicizzate. Tale premio è probabilmente aumentato in misura considerevole con l'aumentare del rischio di liquidità e della corrispondente avversione al rischio allorché la crisi si è aggravata nella seconda metà del 2008. Ciò avrebbe fatto aumentare il rendimento delle obbligazioni reali rispetto a quello delle obbligazioni nominali, intensificando così le pressioni al ribasso sui tassi di pareggio.

Un aspetto collegato agli effetti di liquidità, e in certa misura non distinguibile, attiene ai fattori tecnici di mercato, che appaiono anch'essi aver influito in maniera rilevante sull'andamento recente dei tassi di pareggio. Fra questi fattori figurano le pressioni in vendita originate dagli investitori con elevato grado di leva finanziaria che si sono trovati costretti a liquidare posizioni in obbligazioni indicizzate in condizioni di mercato avverse. Ciò ha infatti dato luogo a un aumento dei rendimenti reali, e quindi a un calo dei tassi di pareggio³.

Le indicazioni tratte dai mercati degli swap sull'inflazione possono contribuire a far luce sull'importanza di tali effetti. Lo swap sull'inflazione è uno strumento derivato simile a un normale swap sul tasso di interesse, con la differenza che il flusso di pagamenti variabili da scambiarsi contro pagamenti fissi è collegato a un indicatore dell'inflazione – di norma il tasso effettivo di inflazione nell'arco della durata dello swap – anziché a un tasso di interesse a breve termine. Il lato dei pagamenti fissi dello swap sull'inflazione fornisce pertanto un "prezzo" diretto dell'inflazione di pareggio, che non risente delle differenti condizioni di liquidità fra i mercati delle obbligazioni nominali e indicizzate, né di fughe degli investitori verso investimenti liquidi⁴.

Dopo essere rimasto stabile negli ultimi anni, verso la fine del 2008 il differenziale fra i prezzi degli swap sull'inflazione a dieci anni e i corrispondenti tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni si è significativamente ampliato (grafico A, diagrammi di sinistra e centrale). Ciò fa ritenere che gli effetti di liquidità e i fattori tecnici sopraccitati abbiano esercitato un influsso significativo sull'andamento dei tassi di pareggio. Nondimeno, anche i tassi degli swap sull'inflazione sono diminuiti considerevolmente verso la fine del 2008, in linea con le aspettative di una minore inflazione ma anche, probabilmente, per la copertura di posizioni di pareggio nei mercati obbligazionari. Alcuni cali dei tassi di pareggio sono stati annullati agli inizi del 2009, forse allorché gli investitori sono nuovamente entrati sul mercato per approfittare di livelli dell'inflazione di pareggio percepiti come eccessivamente bassi.

Infine, può essere utile esaminare anche i tassi di inflazione di pareggio a termine sugli orizzonti lunghi. Ad esempio, il tasso di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale viene spesso considerato come fonte di indicazioni più chiare sulle aspettative di inflazione a lungo termine rispetto, ad esempio, al tasso di pareggio a dieci anni, dal momento che – almeno in linea di principio – non dovrebbe risentire delle aspettative di inflazione di breve periodo. I tassi di pareggio a termine su orizzonti lunghi sono divenuti molto più volatili negli ultimi mesi, senza tuttavia che si verificasse un chiaro spostamento del loro livello complessivo (grafico A, diagramma di destra). Ciò fa ritenere che le attese di inflazione di più lungo periodo siano rimaste sostanzialmente stabili, coerentemente con l'opinione secondo cui la rapida discesa recente dei tassi ufficiali non ha intaccato la credibilità dell'impegno delle banche centrali al mantenimento della stabilità dei prezzi.

^① I tassi di inflazione di pareggio possono risentire di altri fenomeni, fra cui la stagionalità dell'inflazione e gli effetti di "trascinamento". La prima si riferisce a oscillazioni stagionali note dei prezzi al consumo che influiscono sul prezzo delle obbligazioni collegate a indici non destagionalizzati dei prezzi al consumo. Gli effetti di trascinamento attengono invece a variazioni persistenti dei prezzi al consumo, quali quelle dovute a modifiche del prezzo del petrolio, che notoriamente incidono sull'inflazione corrente, mentre le obbligazioni indicizzate sono viceversa collegate a un indice dei prezzi di vari mesi prima. Tali effetti, tuttavia, hanno in genere rilevanza soprattutto per le scadenze brevi, fino ai due anni circa. ^② Cfr. P. Hördahl, "Il premio per il rischio di inflazione nella struttura per scadenze dei tassi di interesse", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2008, e i riferimenti ivi contenuti. ^③ Un altro fattore tecnico è dato dal valore della soglia di deflazione incorporata, aumentato di recente per molte obbligazioni indicizzate, in particolare quelle di recente emissione che sono prossime alla soglia. Un valore più elevato della soglia di deflazione comporta un incremento del prezzo delle obbligazioni indicizzate interessate, e quindi una diminuzione dei corrispondenti tassi reali e un aumento dei tassi di pareggio. Considerato quest'ultimo effetto, l'aumento di valore delle soglie di deflazione non contribuirebbe pertanto a spiegare la flessione recentemente segnata dai tassi di pareggio. Inoltre, nel computo dei rendimenti reali dei titoli privi di cedola e in quello dei tassi di inflazione di pareggio non viene qui presa in considerazione alcuna obbligazione indicizzata di recente emissione. È pertanto probabile che nei dati sull'inflazione di pareggio qui riportati la soglia di deflazione abbia scarsa rilevanza. ^④ Ciò non significa naturalmente che gli swap sull'inflazione non risentano di alcun fattore "tecnico" di mercato, come ad esempio gli effetti di operazioni di copertura. Normalmente, inoltre, i mercati degli swap sull'inflazione sono meno liquidi di quelli obbligazionari.

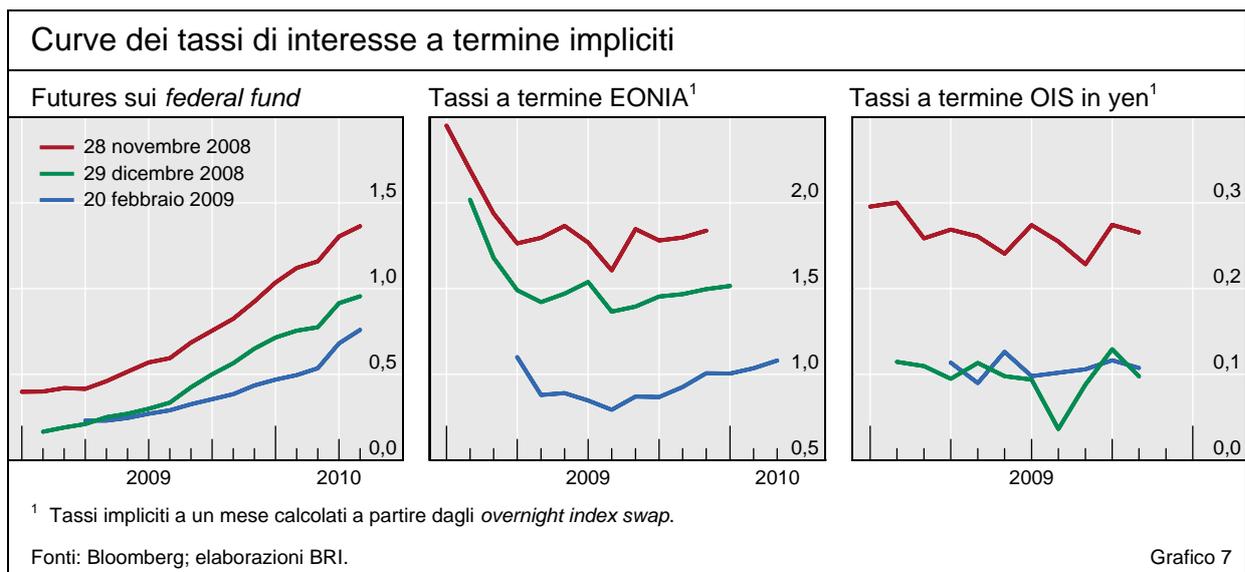
calata ulteriormente. Il considerevole ampliamento dei differenziali tra le obbligazioni garantite dal governo emesse da KfW (banca tedesca di proprietà statale) e i Bund fa ritenere che le determinanti fondamentali del recente incremento degli spread siano state la liquidità e altri fattori diversi dal rischio di credito.

... mentre gli
investitori si
attendono che i
tassi a breve
restino bassi

Dal dicembre 2008 alla fine del febbraio 2009 i rendimenti a breve termine hanno seguito a calare o sono rimasti molto modesti (grafico 5, diagramma centrale). Ciò ha rispecchiato la protratta domanda di debito pubblico a breve scadenza per fini di investimento rifugio, nonché l'allentamento realizzato e atteso della politica monetaria a fronte del permanere di prospettive economiche estremamente fosche per il breve periodo. In linea con tale contesto, i prezzi dei futures sui *federal fund* scontavano un aumento solo molto lieve e graduale dei tassi ufficiali USA da livelli vicini allo zero (grafico 7, diagramma di sinistra). Quanto al Giappone, gli *overnight index swap* implicavano tassi pressoché nulli per il prossimo futuro (grafico 7, diagramma di destra). Nell'area dell'euro, dove i tassi di riferimento non si trovavano in prossimità del limite inferiore, i tassi *overnight* a termine impliciti hanno evidenziato un ulteriore calo (grafico 7, diagramma centrale).

Le condizioni nei
mercati monetari
migliorano
lentamente

Nei mercati monetari la situazione ha continuato a migliorare lentamente, man mano che si sono dispiegati gli effetti degli interventi delle banche centrali e delle garanzie statali. Gli spread Libor-OIS, ad esempio, si sono ulteriormente ristretti, sebbene a fine febbraio si collocassero ancora su livelli

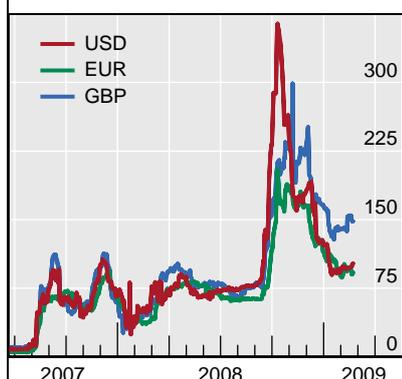


superiori a quelli osservati durante il primo anno delle turbolenze finanziarie (grafico 8, diagramma di sinistra). In certa misura, il persistere di elevati differenziali Libor-OIS è riconducibile al fatto che agli inizi del 2009 il rischio di credito bancario e i relativi premi erano superiori a quelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers (grafico 4, diagramma di sinistra). Al pari dei differenziali nei mercati del credito non garantito, quelli sugli swap in valuta hanno gradualmente ripiegato dai massimi di novembre, pur non riportandosi sui livelli antecedenti il tracollo della banca di investimento statunitense (grafico 8, diagramma centrale). Le condizioni sono sembrate migliorare anche nei mercati dei pronti contro termine. In particolare, i casi di mancato regolamento negli Stati Uniti, che avevano raggiunto livelli record nell'ottobre 2008, sono diminuiti significativamente grazie all'allentamento delle tensioni nei mercati di provvista, alla minore attività in pronti contro termine e alle azioni intraprese dal Treasury Market Practices Group (TMPG), un gruppo di operatori del settore privato patrocinato dalla Federal Reserve Bank di New York. Il mancato regolamento (*fail*) ha luogo quando un titolo non viene consegnato alla data concordata fra acquirente e venditore, spesso nell'ambito di un'operazione pronti contro termine. Il TMPG ha raccomandato l'introduzione di nuove prassi di mercato, tra cui l'applicazione di una penale in caso di mancato regolamento delle transazioni nei tempi previsti. A metà febbraio le mancate consegne di titoli del Tesoro USA ammontavano a poco più di \$30 miliardi, rispetto a circa \$2,7 trilioni in ottobre (grafico 8, diagramma di destra).

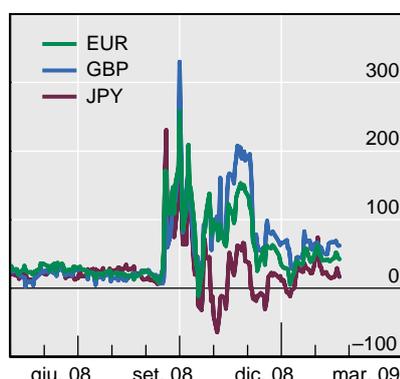
Gli spread sugli swap in dollari a lungo termine (dati dalla differenza tra il tasso swap e il rendimento del titolo del Tesoro corrispondente) sono rimasti su livelli insolitamente bassi agli inizi del 2009, dopo essere considerevolmente calati a fine 2008. La pressione al ribasso è derivata in parte dal fatto che i timori circa l'offerta di titoli del Tesoro hanno spinto al rialzo i rendimenti obbligazionari rispetto ai tassi swap. I differenziali relativi agli swap con scadenza decennale sono scesi a 10-30 punti base a cavallo fra il 2008 e il 2009, a fronte di circa 50-80 punti base nei due anni precedenti (grafico 6, diagramma di destra). Nel contempo, alla fine di ottobre 2008 lo spread relativo

Mercati della provvista

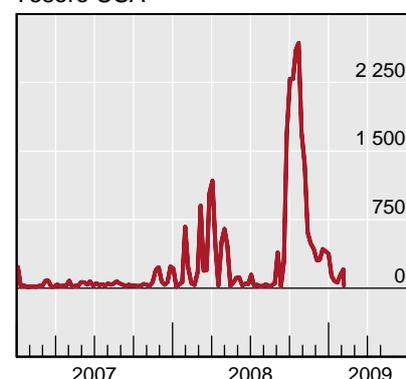
Differenziale Libor-OIS¹



Differenziale swap valutari²



Mancata consegna di titoli del Tesoro USA³



¹ Campione di banche di riferimento per il Libor, tassi a tre mesi, in punti base. ² In punti base. Differenziale fra il tasso a tre mesi in dollari implicito negli swap valutari e il Libor a tre mesi; il tasso in dollari implicito negli swap valutari corrisponde al costo implicito sostenuto per raccogliere dollari USA mediante gli swap utilizzando la valuta di finanziamento indicata. Per maggiori dettagli sul calcolo, cfr. N. Baba, F. Packer e T. Nagano, "The spillover of money market turbulence to FX swap and cross-currency swap markets", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2008, pagg. 73-86. ³ In miliardi di dollari USA.

Fonti: Federal Reserve; Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 8

allo swap sul tasso trentennale USA è calato da circa 40 punti base a sotto lo zero per la prima volta nella storia, rimanendo negativo per gran parte del periodo. Oltre che alle preoccupazioni circa l'offerta di titoli del Tesoro, il brusco restringimento dei differenziali swap USA per le scadenze molto lunghe sarebbe ascrivibile anche alla copertura di strutture derivate di tipo "esotico".

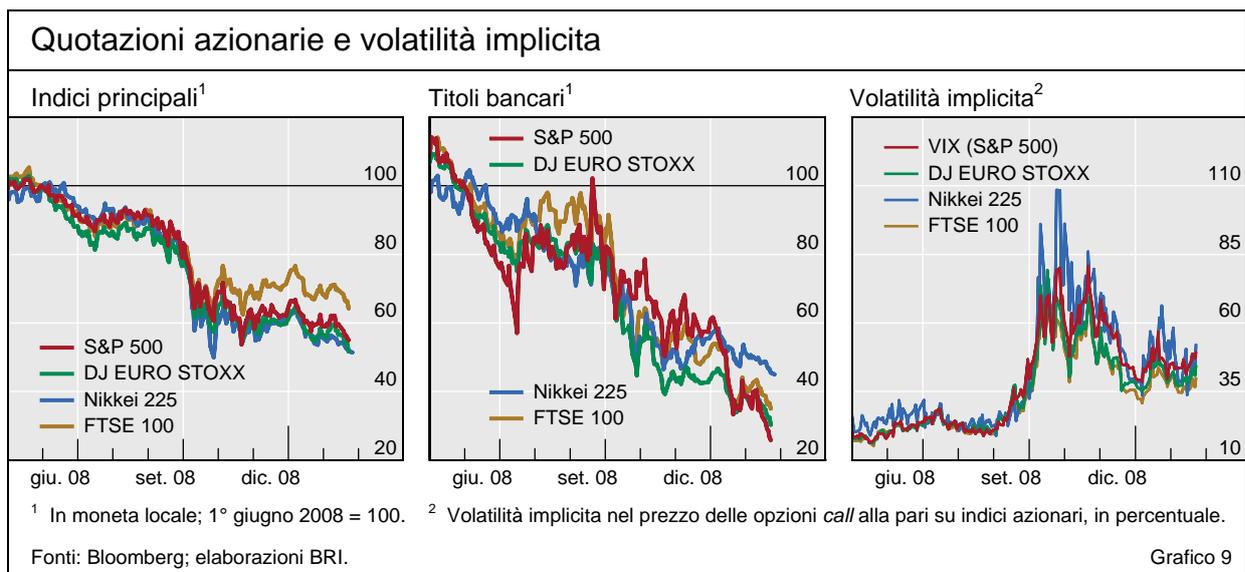
I timori per il settore finanziario pesano sui mercati azionari

I mercati azionari si trovano in difficoltà ...

Nonostante un avvio positivo nel 2009, nel complesso i principali mercati azionari hanno evidenziato un andamento deludente durante il periodo in esame, risentendo dei nuovi problemi emersi nel settore finanziario e dell'intensificarsi del rallentamento economico. Tra la fine di novembre 2008 e il 20 febbraio 2009 l'indice S&P 500 ha perso il 14% e le maggiori borse nell'area dell'euro hanno evidenziato perdite analoghe, mentre il FTSE 100 è calato di oltre il 9% (grafico 9, diagramma di sinistra).

... per i timori sul settore finanziario ...

A trainare verso il basso i mercati sono state le forti vendite di titoli di società finanziarie indotte dalle notizie delle ingenti perdite registrate nel quarto trimestre dal settore su entrambe le sponde dell'Atlantico (cfr. la tabella 1 nella sezione sui mercati creditizi). Nel contempo i nuovi interventi statali sotto forma di ingenti iniezioni di capitale o di vere e proprie nazionalizzazioni hanno accresciuto le inquietudini per le difficoltà del comparto e le implicazioni di un maggiore coinvolgimento pubblico, intaccando ulteriormente la propensione degli investitori a detenere azioni finanziarie. Su questo sfondo, il sottoindice di settore dell'S&P 500 è crollato di circa il 40% tra l'inizio dell'anno e il 20 febbraio, toccando i minimi da oltre 14 anni (grafico 9, diagramma centrale). Dure ripercussioni si sono registrate anche nel Regno Unito, dove le azioni finanziarie sono calate di circa il 30% nello stesso periodo. In altre borse europee le flessioni sono state inizialmente più contenute rispetto a quelle



osservate nel Regno Unito, ma si sono accentuate nella terza settimana di febbraio in presenza di crescenti preoccupazioni sull'esposizione delle affiliate bancarie al deterioramento dei mercati dell'Europa orientale (cfr. la sezione sui mercati emergenti).

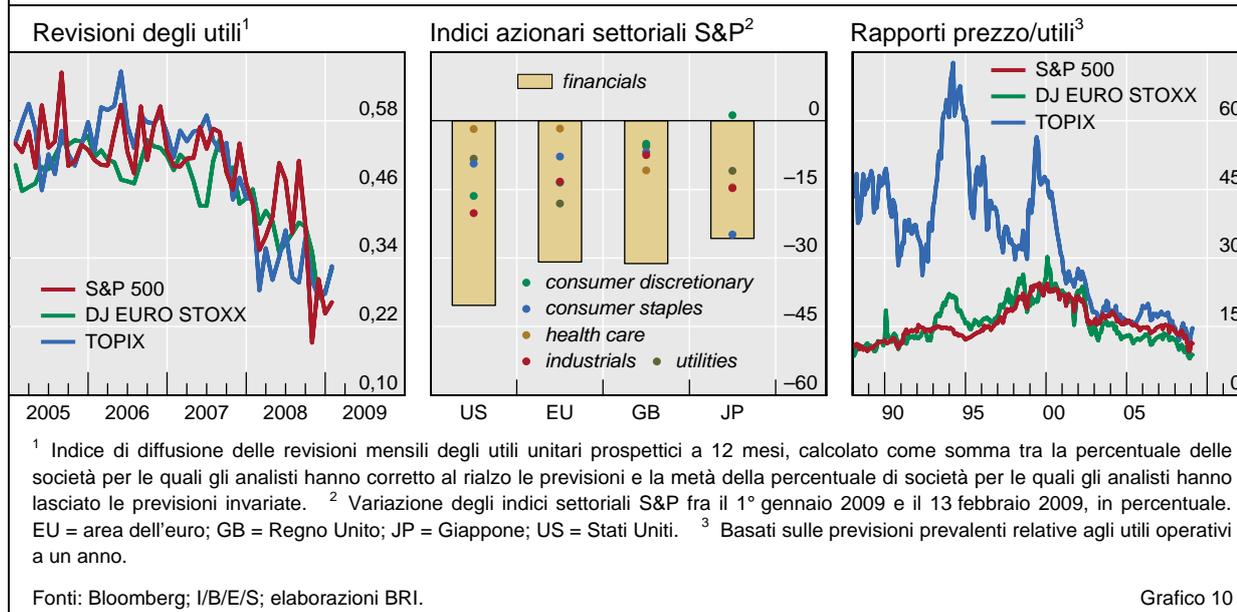
I mercati azionari hanno risentito anche dell'accentuarsi del rallentamento ciclico nelle principali economie. I dati macroeconomici diffusi in gennaio e febbraio indicavano il persistere di condizioni di debolezza dell'economia reale e, in taluni casi, che l'attività stava attraversando il peggiore deterioramento da decenni. Il basso livello degli utili nel quarto trimestre ha confermato il quadro negativo che già emergeva dai dati macroeconomici. L'impatto della recessione sui risultati delle imprese è stato particolarmente significativo in Giappone. L'indice Nikkei 225 è diminuito di circa il 16% tra l'inizio dell'anno e il 20 febbraio, toccando livelli osservati per l'ultima volta durante i periodi di maggiore turbolenza verso la fine di ottobre. Inoltre, il mercato nipponico ha continuato a essere trascinato al ribasso dal settore dei beni di consumo; solo in febbraio il comparto finanziario ha assunto un ruolo preponderante, a seguito delle accresciute perdite registrate (grafico 10, diagramma centrale). Il vigore dello yen, apprezzatosi di circa il 20% nei confronti del dollaro statunitense negli ultimi quattro mesi del 2008, ha danneggiato le imprese esportatrici e le loro quotazioni azionarie. L'annuncio della Bank of Japan, il 3 febbraio, di piani per l'acquisto di partecipazioni azionarie nelle società finanziarie non ha suscitato alcuna reazione significativa del mercato.

... e la debolezza dei dati sull'economia e sugli utili

Per quanto concerne il settore finanziario, mentre gli spread sul debito di qualità superiore si sono generalmente ristretti in risposta agli interventi ufficiali (cfr. la sezione sui mercati creditizi), i corsi azionari hanno mostrato perlopiù reazioni contenute. Le nazionalizzazioni, come quella di Anglo Irish Bank a metà gennaio, hanno ovviamente avuto conseguenze devastanti per gli azionisti, i cui diritti sono stati in generale diluiti anche dagli interventi di potenziamento delle partecipazioni azionarie dei governi, quali la conversione delle azioni privilegiate della Royal Bank of Scotland in azioni ordinarie. Benché gli effetti diluitivi siano stati spesso attenuati dall'immissione di capitale non azionario, le condizioni associate a questa forma di sostegno (ad esempio

Le quotazioni azionarie risentono degli interventi delle autorità ...

Utili, corsi azionari e rapporti prezzo/utigli



le restrizioni sulla distribuzione dei dividendi) hanno continuato a gravare sulle quotazioni azionarie. Inoltre, di fronte alla crescente attenzione degli operatori di mercato nei confronti non solo del livello ma anche della composizione del capitale delle società finanziarie, il fatto che molte di queste possano convertire gli strumenti ibridi in titoli azionari ha accresciuto ulteriormente i timori di diluizione.

... nonché dell'incertezza sulle risposte di *policy* al problema delle attività deteriorate

I prezzi delle azioni del settore finanziario hanno risentito anche delle altre misure di assistenza contemplate dai governi. Le proposte concernenti la gestione delle attività bancarie deteriorate hanno accresciuto l'incertezza, poiché l'impatto sui bilanci delle banche sarebbe dipeso, fra le altre cose, dalla natura dei programmi (ad esempio, fornitura di garanzie o acquisto definitivo) e dalla valutazione delle attività. Non avendo fornito le informazioni dettagliate che si aspettavano gli operatori, l'annuncio del tanto atteso nuovo piano statunitense per il salvataggio del settore finanziario il 10 febbraio ha innescato una nuova fase di vendite nei mercati azionari, annullando in parte i modesti guadagni conseguiti dopo l'ondata di vendite di metà gennaio. Tali guadagni sono evaporati completamente nella terza settimana di febbraio, allorché i mercati finanziari hanno risentito degli acuti timori per l'eventualità di nazionalizzazioni bancarie.

I rapporti prezzo/utigli restano prossimi ai minimi storici

La fine del periodo in rassegna è stata caratterizzata dal permanere di una notevole incertezza, come indica il balzo segnato dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su titoli azionari nella terza settimana di febbraio (grafico 9, diagramma di destra). I rapporti prezzo/utigli sono rimasti su livelli estremamente bassi rispetto agli standard degli ultimi due decenni, sebbene le aspettative sugli utili apparissero in ulteriore calo (grafico 10, diagrammi di destra e di sinistra).

Il rallentamento mondiale coinvolge i mercati emergenti

In genere i mercati emergenti presentavano un'esposizione diretta limitata nei confronti delle attività dissestate che stavano mettendo in difficoltà le principali economie industriali, e avevano superato relativamente bene la fase acuta della crisi finanziaria nell'ultima parte del 2008. Tuttavia, sono apparsi molto meno immuni all'intensificarsi della recessione nei paesi industriali avanzati. Di fatto, per tutto il periodo in esame si sono accumulate indicazioni di ripercussioni macroeconomiche. Nel contempo, in alcune economie emergenti, specie nell'Europa orientale, hanno continuato ad aumentare le tensioni nei mercati finanziari.

Il carattere grave e diffuso del rallentamento economico mondiale è stato evidenziato da vari dati macroeconomici pubblicati all'inizio del nuovo anno. La stima preliminare del PIL di Singapore nel quarto trimestre (-2,6% sul periodo corrispondente), diffusa il 2 gennaio, ha fornito una delle prime conferme del crescente impatto prodotto dal rallentamento globale sulle economie aperte di piccole dimensioni. Un ulteriore riscontro è provenuto dalla diminuzione superiore alle attese del PIL coreano nel quarto trimestre (-3,4% sul periodo corrispondente), resa nota il 22 gennaio. Per quanto riguarda le economie emergenti di maggiori dimensioni, sempre nel quarto trimestre la crescita del PIL in Cina è stata pari ad appena il 6,8% sul periodo corrispondente, in notevole calo rispetto al 9% del trimestre precedente, mentre in Russia, stando alla stima preliminare annunciata il 6 febbraio, si è collocata all'1,1% soltanto, a fronte del 6,2% precedente.

Uno dei canali attraverso cui gli effetti macroeconomici del rallentamento dei paesi avanzati si sono propagati ai mercati emergenti è stato quello della domanda di esportazioni. Il brusco calo della crescita di queste ultime, già divenuto evidente per alcune economie a fine 2008, ha suscitato particolare preoccupazione nei paesi che avevano fatto affidamento sulle esportazioni per sostenere la crescita del PIL. Il crollo dei flussi di interscambio sembra essere stato associato anche al prosciugarsi del credito al commercio erogato dai paesi industriali a seguito del fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008. I dati mensili disponibili relativi alla bilancia dei pagamenti di Brasile e Corea, ad esempio, indicano che i flussi netti di crediti commerciali da non residenti sono divenuti negativi nell'ottobre 2008 e sono rimasti tali fino a dicembre.

Il peggioramento dell'attività e delle prospettive economiche nei mercati emergenti ha trovato riflesso nel livello generalmente modesto delle quotazioni azionarie, specie nell'Europa orientale. Tra la fine di novembre 2008 e il 20 febbraio 2009, mentre l'indice MSCI dei mercati emergenti per l'Asia si è mantenuto invariato e quello per l'America latina è salito del 3%, l'indice corrispondente per l'Europa emergente è calato del 17%. Le valutazioni, come evidenziato dai rapporti prezzo/utigli, sono rimaste su livelli pari o prossimi ai minimi storici per l'insieme delle regioni (grafico 11, diagramma di sinistra).

La performance scadente dei mercati azionari nell'Europa emergente ha riguardato numerosi paesi. Gli indici di riferimento delle borse ceca, polacca e ungherese hanno registrato cali superiori al 24, 19 e 18% rispettivamente. Il

Il brusco e generalizzato rallentamento dell'attività ...

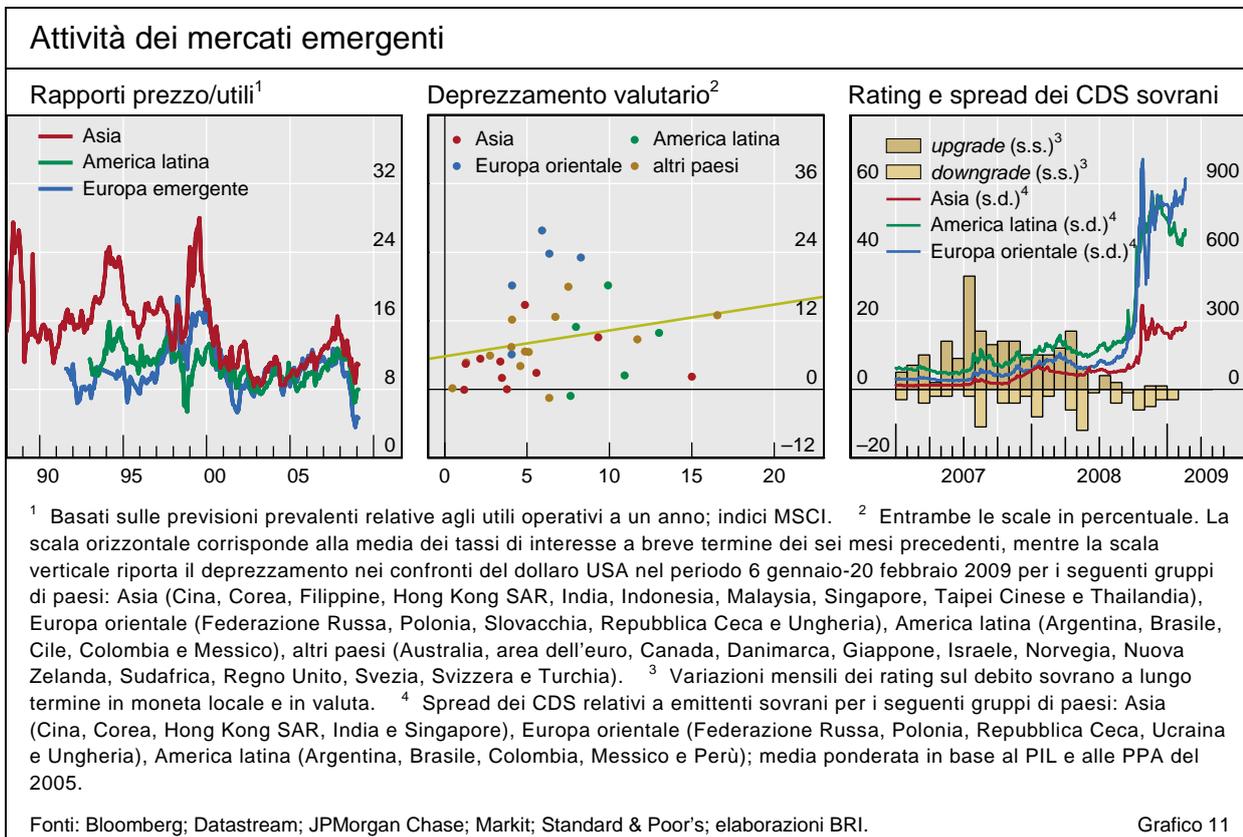
... si accompagna al crollo dei flussi commerciali

Le quotazioni azionarie restano depresse, specie nell'Europa emergente

Micex russo ha evidenziato un'estrema volatilità: dopo un balzo del 31% tra il 23 gennaio e il 10 febbraio, è crollato del 14% in soli tre giorni a metà febbraio, innescando la sospensione temporanea delle contrattazioni il 17 febbraio.

I deprezzamenti valutari destano timori per il debito estero

Le vulnerabilità delle economie dell'Europa orientale sono state messe in luce anche dall'evoluzione dei mercati valutari. Sebbene varie divise di paesi emergenti abbiano messo a segno un recupero in dicembre e agli inizi di gennaio, il rublo russo ha continuato a deprezzarsi nei confronti sia del dollaro che dell'euro, di fronte all'intervento della banca centrale volto a ridurre progressivamente la banda di oscillazione della moneta in considerazione dei crescenti timori per le prospettive economiche del paese. Anche la corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco hanno subito perdite consistenti, superiori ai cali che ci si potrebbe attendere in base alla tendenza delle divise a rendimento elevato a deprezzarsi maggiormente rispetto a quelle a rendimento inferiore in periodi di accentuata volatilità nei mercati (grafico 11, diagramma centrale). Considerata la significativa esposizione delle rispettive economie al rapido rallentamento nell'Europa occidentale attraverso i legami commerciali e finanziari, la loro capacità di finanziare i cospicui disavanzi di parte corrente e gli oneri per il servizio del debito in valuta estera è stata messa sempre più in discussione. Le banche che avevano fornito finanziamenti, principalmente affiliate di istituti dell'Europa occidentale, si trovavano a loro volta esposte al deteriorarsi delle prospettive nei propri mercati nazionali. Il rischio connesso a questa duplice esposizione è stato messo in luce dal rapporto pubblicato da un'agenzia di rating il 17 febbraio, che ha innescato un'ondata di vendite nei mercati dell'euro e delle divise dell'Europa orientale.



Le preoccupazioni degli investitori in merito ad alcune economie emergenti si sono riflesse sull'evoluzione degli spread creditizi degli emittenti sovrani. In dicembre e agli inizi di gennaio i differenziali dei paesi emergenti hanno mostrato un calo generale rispetto ai massimi di ottobre sia nei mercati a pronti sia in quelli dei CDS (grafico 11, diagramma di destra). Tale calo ha indotto alcuni emittenti sovrani a trarre vantaggio delle più favorevoli condizioni per effettuare nuove emissioni. Tuttavia, il miglioramento ha riguardato soprattutto i soggetti sovrani asiatici e quelli latinoamericani con miglior rating. Per contro, gli spread degli emittenti dell'America latina con merito di credito inferiore, come il Venezuela, non hanno segnato diminuzioni significative. Nel frattempo, i differenziali dei paesi dell'Europa orientale hanno tendenzialmente continuato ad ampliarsi. Tra la fine di novembre e il 20 febbraio, gli spread sui CDS a cinque anni relativi all'Ungheria e alla Polonia, ad esempio, sono aumentati di 175 e 180 punti base rispettivamente, raggiungendo livelli prossimi o superiori ai massimi di fine ottobre. I differenziali già estremamente ampi dell'Ucraina si sono accresciuti ancora di fronte al peggioramento della situazione economica e politica nel paese.

Sebbene gli spread dei soggetti sovrani con miglior rating abbiano per la maggior parte mantenuto i miglioramenti conseguiti, molti sono parsi aumentare lievemente a fine gennaio e in febbraio. In particolare, gli spread sui CDS a cinque anni della Corea si sono ampliati di oltre 100 punti base nella seconda e terza settimana di febbraio, in presenza di rinnovati timori sulla capacità delle banche coreane di onorare il servizio del debito in valuta estera.

Gli spread sul credito sovrano riflettono una maggiore differenziazione