

Quadro generale degli sviluppi: cauto ottimismo per una graduale ripresa

Nonostante le incertezze riguardo ai tempi della ripresa economica, gli investitori hanno conservato un atteggiamento di cauto ottimismo nel periodo tra fine maggio e gli inizi di settembre 2009. Le notizie macroeconomiche positive e gli annunci di utili vigorosi hanno instillato negli operatori la speranza di una svolta. Di conseguenza, i corsi azionari sono saliti e gli spread creditizi si sono ristretti. Alcuni dati deludenti, tuttavia, hanno a tratti fatto dubitare gli investitori, provocando episodi di volatilità. Nei mercati obbligazionari, inoltre, gli investitori sono generalmente parsi meno convinti della possibilità di un rapido recupero dell'economia.

Il settore finanziario ha continuato a segnalare utili sorprendentemente elevati per il secondo trimestre. Sebbene permangano dubbi in merito alla qualità e alla sostenibilità dei profitti bancari, la performance del settore ha sopravanzato quella di altri comparti sia nei mercati creditizi che in quelli azionari. Gli spread applicati al debito bancario sono sensibilmente diminuiti, avvicinandosi ai livelli prevalenti prima del fallimento di Lehman Brothers, mentre le azioni del settore finanziario hanno segnato rialzi del 15-20%.

In generale, i mercati hanno dato nuovi segnali di normalizzazione: la tolleranza al rischio ha continuato ad aumentare leggermente e i premi al rischio sono diminuiti. Nei mercati monetari interbancari i principali spread si sono ridotti, raggiungendo valori non più osservati dall'inizio del 2008, e in alcuni casi persino inferiori. Anche nei mercati creditizi si sono riscontrati miglioramenti, sebbene alcuni importanti segmenti abbiano continuato a fare affidamento sul sostegno delle banche centrali.

In questo contesto, i rendimenti dei titoli di Stato sono risultati volatili, in linea con il mutare delle percezioni di mercato riguardo sia alle prospettive economiche, sia all'evoluzione futura della politica monetaria. Col tempo gli investitori obbligazionari sono parsi sempre più dell'opinione che il peggio della contrazione economica fosse passato, ma che la ripresa sarebbe stata probabilmente graduale ed esposta a ricadute. Tale convinzione, unitamente al basso livello dell'inflazione attesa, ha indotto un ridimensionamento delle aspettative di un imminente ritorno alla normalità delle politiche monetarie.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, ha attirato l'attenzione la vigorosa crescita di alcune economie asiatiche. Tuttavia, i timori sull'entità

dell'espansione creditizia in Cina hanno dato adito ad aspettative di un imminente inasprimento della politica monetaria e a una riconsiderazione delle prospettive di crescita del paese. La conseguente brusca correzione dei mercati azionari cinesi in agosto ha depresso altre borse della regione e talora persino i mercati azionari principali.

Gli investitori obbligazionari valutano i tempi della ripresa

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine delle economie avanzate hanno segnato ampie oscillazioni nel periodo in rassegna, di fronte alla riconsiderazione delle prospettive per le condizioni macroeconomiche e le politiche monetarie e fiscali. La loro evoluzione è risultata contrastante. Tra fine maggio e il 4 settembre 2009 il rendimento del titolo del Tesoro USA a dieci anni è rimasto pressoché invariato, mentre i corrispondenti rendimenti sovrani dell'area dell'euro e del Giappone sono calati rispettivamente di circa 35 e 15 punti base (grafico 1, diagramma di sinistra). I rendimenti reali a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti in linea con quelli nominali, mentre negli Stati Uniti i rendimenti reali decennali sono leggermente aumentati (grafico 1, diagramma centrale). Nel contempo, si è attenuato il rapido aumento dell'inclinazione delle curve dei rendimenti che si era osservato nella prima metà dell'anno (grafico 1, diagramma di destra).

I rendimenti obbligazionari non aumentano ...

Nonostante l'assenza di un rialzo dei rendimenti, le notizie economiche hanno generalmente segnalato una ripresa o per lo meno una netta decelerazione del ritmo di deterioramento congiunturale. Un esempio al riguardo proviene dal rapporto sull'occupazione USA del 5 giugno, che evidenziava un calo di 345 000 unità (successivamente rivisto al ribasso a 303 000) degli occupati nei settori non agricoli, un dato non solo nettamente inferiore a quello atteso di 520 000 unità, ma anche alle flessioni dei sette mesi precedenti. Nell'area dell'euro, le economie tedesca e francese hanno segnato un'espansione inattesa nel secondo trimestre, mentre il Giappone ha registrato per la prima volta dal terzo trimestre 2008 una crescita positiva, benché

... nonostante alcune notizie macroeconomiche positive ...

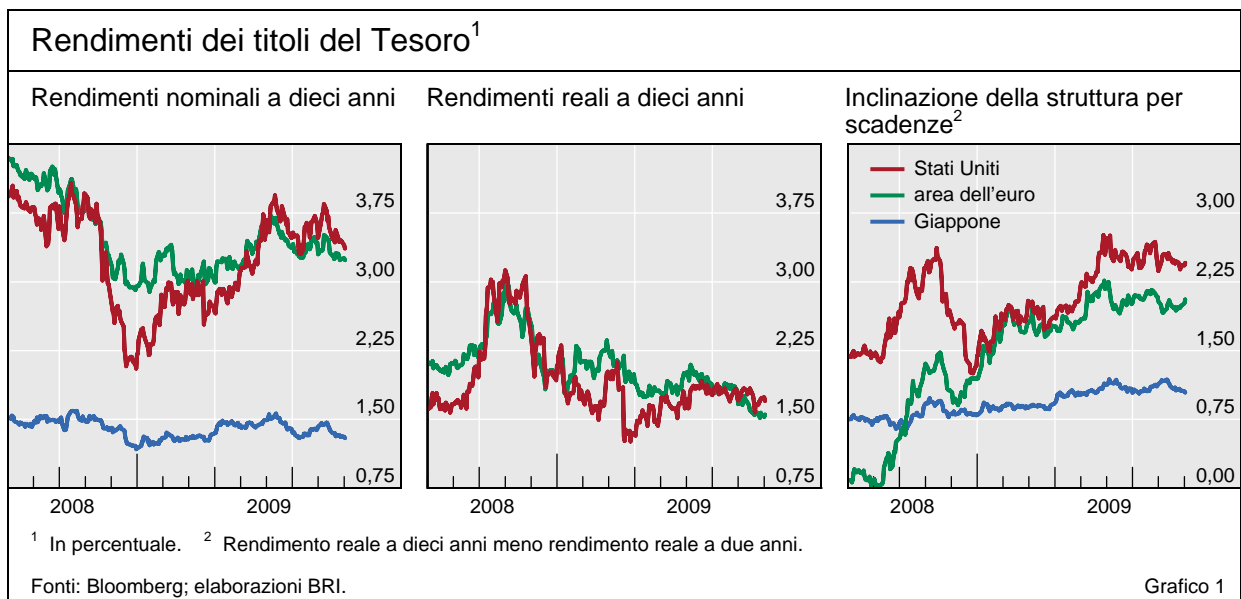
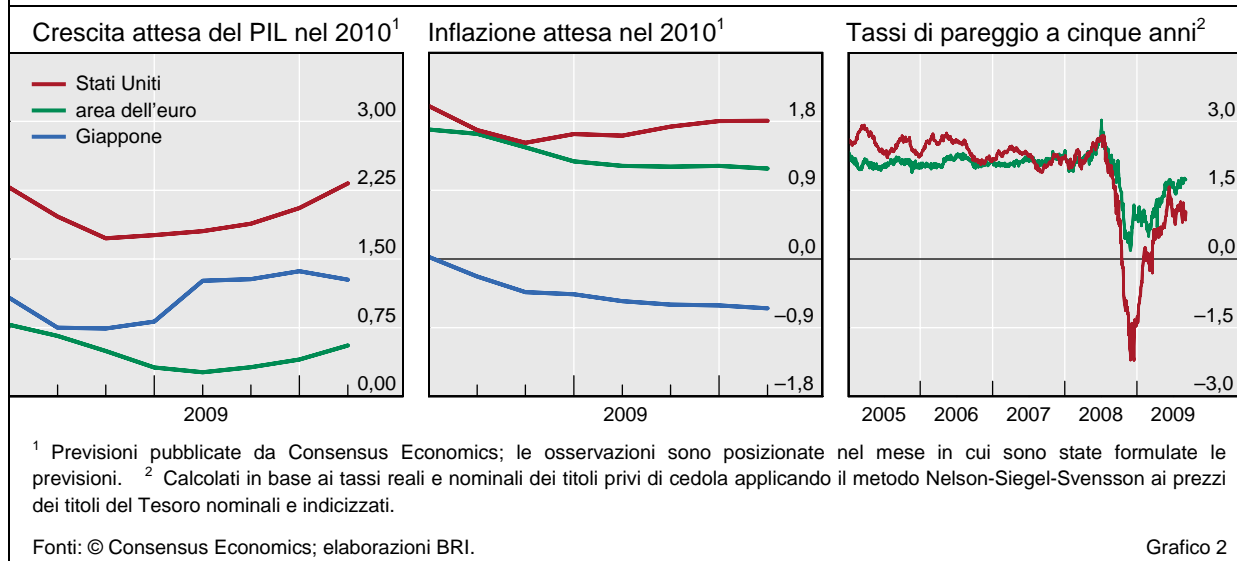


Grafico 1

Aspettative macroeconomiche e tassi di inflazione di pareggio

In percentuale



inferiore alle attese. In linea con tali andamenti, le indagini segnalavano una graduale correzione al rialzo delle aspettative di espansione del PIL per il 2010 negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, e una loro stabilizzazione in Giappone (grafico 2, diagramma di sinistra).

... poiché la ripresa appare assai lenta

Benché tendenzialmente aumentati in risposta alle notizie indicative di una ripresa economica, i rendimenti obbligazionari sono stati più volte spinti verso il basso dalla pubblicazione di dati deludenti che hanno indotto gli investitori a dubitare del vigore della ripresa, riducendo temporaneamente la tolleranza al rischio. Ciò è emerso con evidenza in varie occasioni, come tra la seconda metà di giugno e gli inizi di luglio e nella seconda parte di agosto, quando i mercati sono stati sorpresi dalla debolezza dei dati economici (grafico 1, diagramma di sinistra). Ad esempio, il rapporto sull'occupazione USA del 2 luglio evidenziava un calo maggiore del previsto degli occupati nei settori non agricoli, mentre il 14 agosto vi sono state notizie di un deterioramento del clima di fiducia dei consumatori statunitensi. Col tempo gli investitori obbligazionari sono parsi sempre più dell'opinione che, nonostante la fase più acuta della contrazione economica fosse ormai passata, la ripresa sarebbe stata graduale ed esposta a ricadute.

Gli investitori anticipano un basso livello dell'inflazione ...

In tale contesto, tanto le indagini quanto i corsi obbligazionari segnalavano che le aspettative di inflazione nel breve periodo negli Stati Uniti e nell'area dell'euro rimanevano contenute. Per il 2010, le aspettative desunte dalle indagini indicavano livelli di inflazione ben al disotto del 2% in entrambe le economie (grafico 2, diagramma centrale), in linea con l'ipotesi secondo cui la ripresa avrebbe potuto procrastinarsi. I tassi di inflazione di pareggio a medio termine si sono attestati su livelli leggermente inferiori alla media degli ultimi anni (grafico 2, diagramma di destra). Di fronte alle attese di una ripresa soltanto graduale della crescita e di un'inflazione stabile e moderata nel breve periodo, gli operatori hanno continuato ad aspettarsi per i mesi a venire un

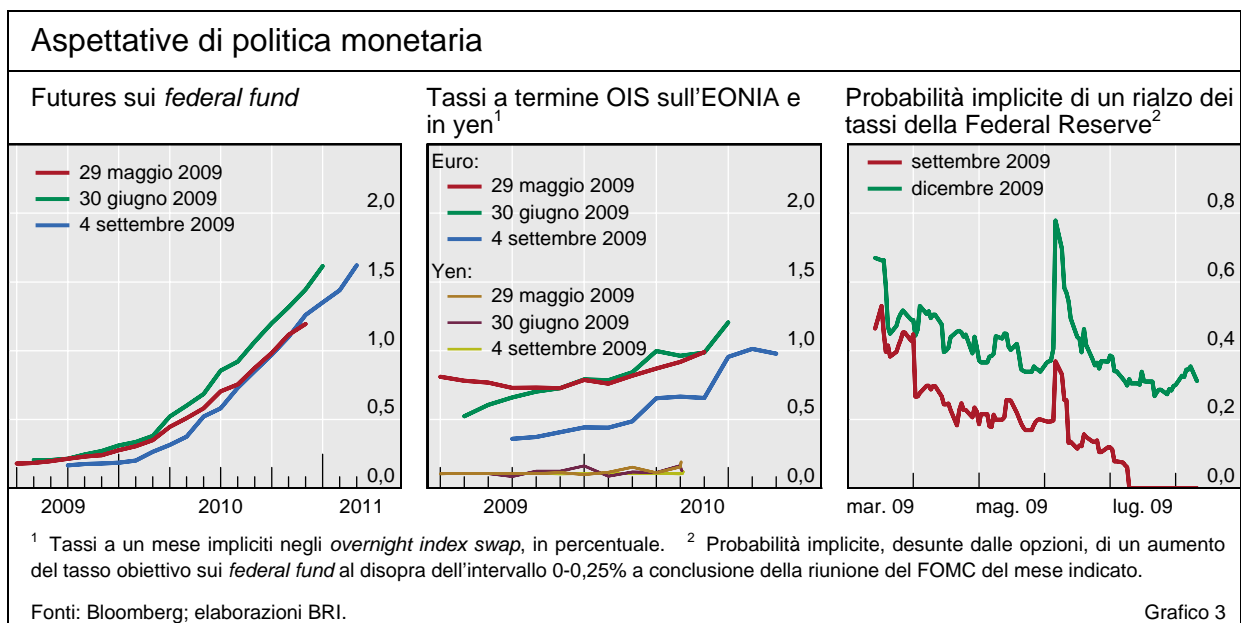
... e dei tassi ufficiali ...

livello eccezionalmente basso dei tassi ufficiali (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale).

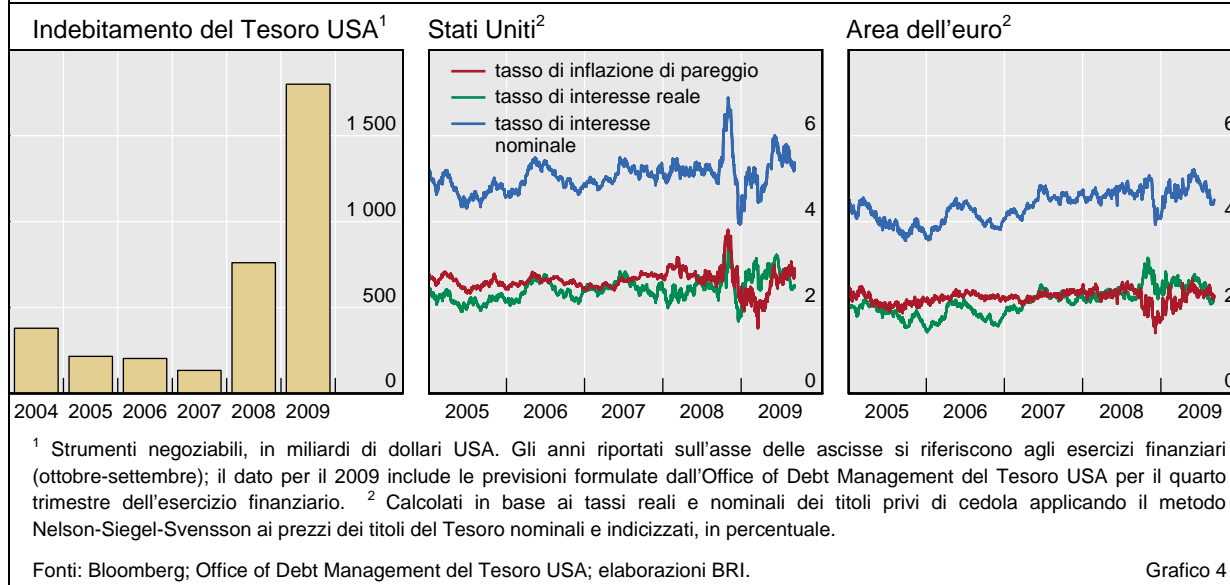
Sullo sfondo del dibattito sui tempi più appropriati per ritirare lo stimolo monetario, le attese di un rapido avvio del processo di normalizzazione dei tassi ufficiali sono state ampiamente posticipate. Nei primi mesi del 2009 gli investitori avevano iniziato ad anticipare un innalzamento dei tassi di riferimento entro la fine dell'anno. Agli inizi di marzo, ad esempio, il prezzo delle opzioni sui contratti futures sui *federal fund* indicavano che la probabilità (neutrale al rischio) che la Federal Reserve aumentasse il proprio tasso obiettivo oltre l'intervallo dello 0-0,25% entro la fine dell'anno era superiore al 60%, mentre quella di un rialzo già in settembre era di circa il 50% (grafico 3, diagramma di destra). Il FOMC ha cercato di moderare tali aspettative annunciando, il 18 marzo, di attendersi "livelli eccezionalmente bassi del tasso sui *federal fund* per un periodo prolungato". A seguito di queste dichiarazioni le probabilità di un imminente rialzo dei tassi implicite nelle opzioni sono progressivamente diminuite, registrando solo un temporaneo aumento agli inizi di giugno, a seguito della già citata pubblicazione di dati sorprendentemente positivi sull'occupazione nei settori non agricoli.

Le principali banche centrali hanno continuato ad attuare politiche non convenzionali allo scopo di allentare ulteriormente le condizioni finanziarie in un contesto di tassi ufficiali prossimi allo zero. Tuttavia, mentre alcune di esse hanno ampliato le misure adottate, altre hanno cercato di porre le basi per un rientro da tali politiche (cfr. il riquadro a fine capitolo). Fra le prime, la Bank of England ha annunciato il 6 agosto che, al fine di contribuire a riportare il tasso di inflazione verso l'obiettivo del 2%, avrebbe innalzato da £50 a 175 miliardi il programma di acquisti diretti di gilt e attività del settore privato. Il 12 agosto, invece, la Federal Reserve, ritenendo che l'attività economica negli Stati Uniti si stesse stabilizzando, ha comunicato l'intenzione di prolungare gli acquisti annunciati di titoli del Tesoro USA sino a ottobre, prima di porre fine al programma.

... mentre alcune banche centrali si apprestano a porre fine alle politiche



Indebitamento del Tesoro USA e tassi impliciti a termine a cinque anni sull'orizzonte quinquennale



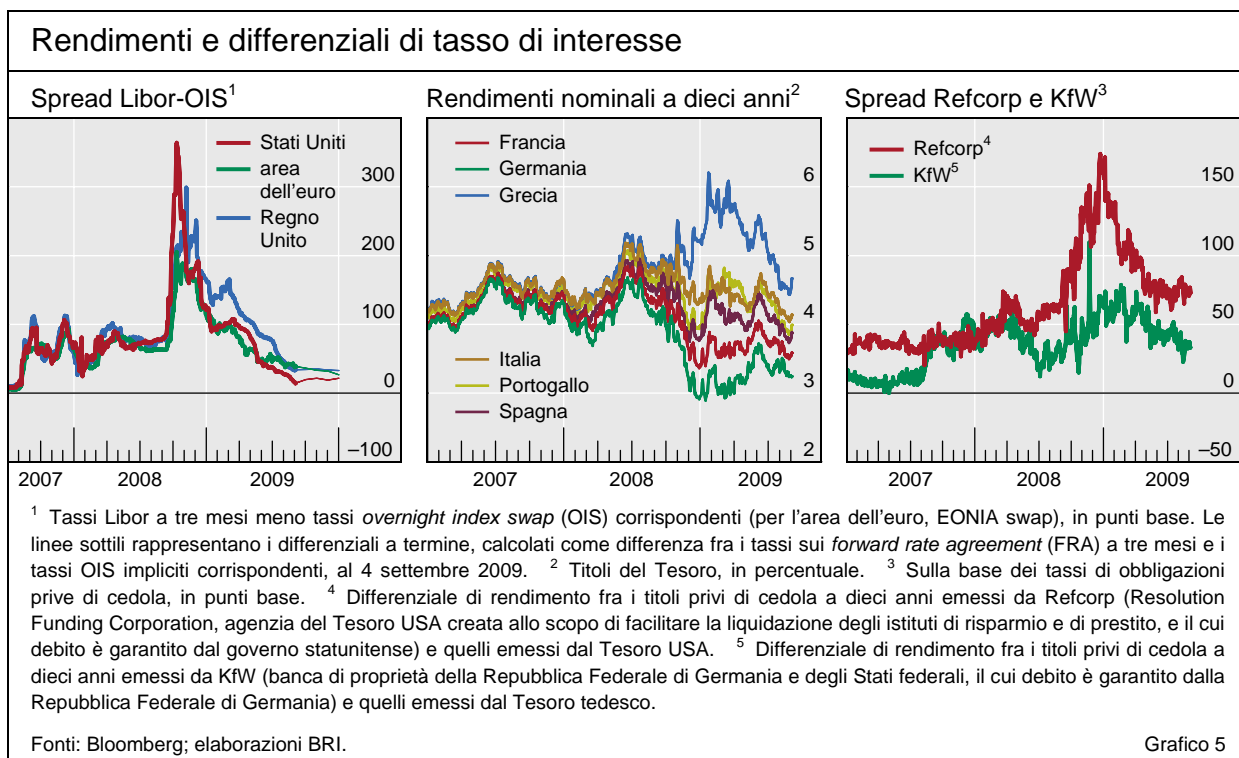
I disavanzi di bilancio continuano a impensierire gli investitori ...

Gli investitori obbligazionari hanno continuato a ponderare le conseguenze dell'offerta crescente di debito pubblico. Ciò si è reso in particolare evidente negli Stati Uniti, dove si prevede che nell'esercizio finanziario 2009 l'indebitamento netto del governo raggiunga complessivi \$1,8 trilioni, con un aumento del 137% rispetto al livello già elevato del 2008 (grafico 4, diagramma di sinistra). I timori che i mercati possano incontrare difficoltà ad assorbire una quantità così ingente di titoli del Tesoro, unitamente alle apprensioni in merito alla sostenibilità di disavanzi di bilancio in rapida crescita, sono stati considerati tra i fattori all'origine dell'incremento dei rendimenti a lungo termine USA nella prima metà dell'anno.

... ma i timori sembrano attenuarsi

Più di recente, tuttavia, le spinte al rialzo sui rendimenti derivanti da siffatte preoccupazioni sembrano essersi notevolmente attenuate, come evidenziato dal recente calo dei tassi a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale. I timori per la sostenibilità dei conti pubblici dovrebbero incidere sui rendimenti a termine sugli orizzonti lunghi, che risentono meno delle aspettative a breve sull'inflazione, la crescita economica e la politica monetaria. In particolare, l'aumento delle inquietudini per le prospettive di bilancio potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui tassi a termine *reali*. Nondimeno, da fine maggio i tassi a termine a 5 anni su un orizzonte quinquennale in termini sia reali sia nominali sono scesi tanto negli Stati Uniti quanto nell'area dell'euro (grafico 4, diagrammi centrale e di destra).

Le possibili ripercussioni inflazionistiche delle politiche monetarie e fiscali attuate hanno continuato a essere oggetto di attenzione durante tutto il periodo in rassegna. Tuttavia, i tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale sono rimasti pressoché invariati tra fine maggio e il 4 settembre (grafico 4, diagrammi centrale e di destra). Le spinte inflazionistiche a lungo termine appaiono pertanto contenute per il momento, nonostante il forte aumento dei disavanzi di bilancio e i tassi ufficiali ai minimi



storici. Ciò potrebbe riflettere la convinzione che l'attuale livello elevato di sottoimpiego dovrebbe protrarsi per vario tempo.

Nei mercati monetari hanno continuato a scorgersi le indicazioni di un processo di normalizzazione iniziato nella parte precedente dell'anno. Nel comparto interbancario i differenziali tra i tassi Libor a tre mesi e i corrispondenti tassi OIS sono scesi a livelli non più osservati dal gennaio 2008. Negli Stati Uniti, tali differenziali hanno raggiunto i minimi dallo scoppio della crisi finanziaria a metà 2007 (grafico 5, diagramma di sinistra). Anche nei mercati obbligazionari sono emersi segnali di flessione dei premi di liquidità e del riaccendersi della propensione al rischio. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno continuato a riconvergere (grafico 5, diagramma centrale). Inoltre, gli spread tra i rendimenti delle obbligazioni con garanzia governativa e quelli dei titoli sovrani si sono ulteriormente ridotti (grafico 5, diagramma di destra).

Si normalizzano ulteriormente le condizioni sui mercati monetari

Nuovo rialzo dei mercati azionari malgrado l'episodica volatilità

Nei principali mercati azionari è proseguita la ripresa. I dati economici e gli utili societari superiori alle attese hanno concorso a spingere gli indici di riferimento verso nuovi massimi per l'anno in corso, sebbene le condizioni nei mercati siano state a tratti volatili, di fronte al mutare delle percezioni degli operatori riguardo ai tempi della ripresa economica e alle prospettive di crescita degli utili. Tra fine maggio e il 4 settembre 2009 l'indice S&P 500 è salito dell'11%, raggiungendo i massimi dagli inizi di ottobre 2008. Nello stesso periodo il Dow Jones EURO STOXX ha segnato un rialzo del 12% e l'FTSE 100 del 10%. Il Nikkei 225, che fino a metà agosto aveva evidenziato una performance generalmente superiore a quella degli altri indici principali, non ha tenuto il

I principali mercati azionari raggiungono nuovi massimi per l'anno in corso ...

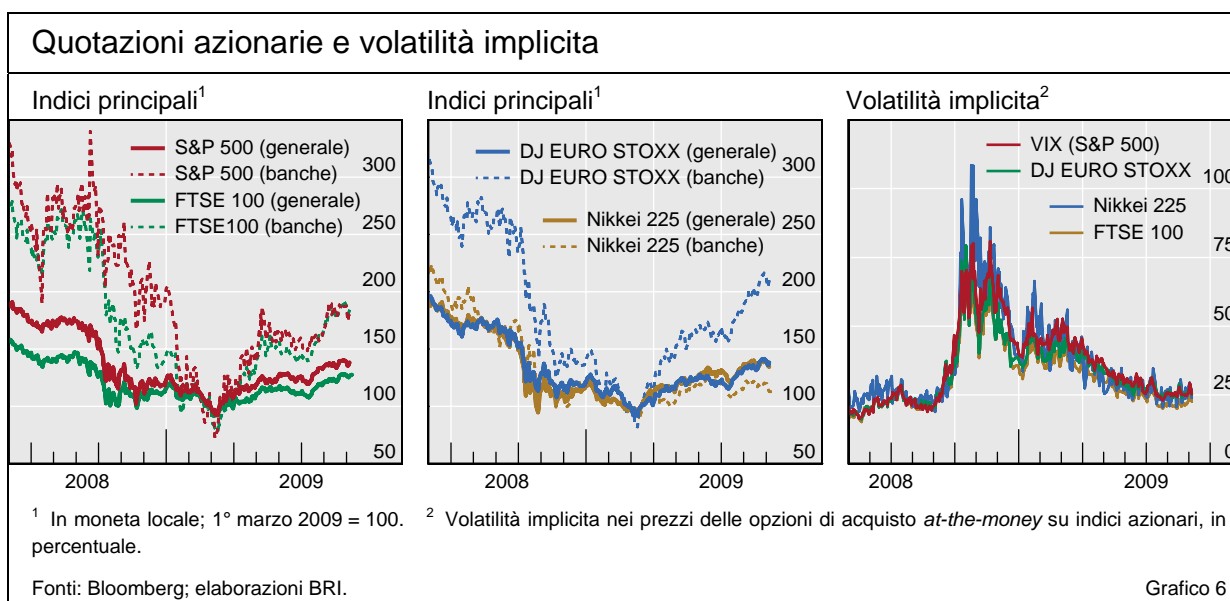
passo, chiudendo il periodo in rialzo del 7% (grafico 6, diagrammi di sinistra e centrale).

... ma rimangono sensibili ai dubbi sulla ripresa economica

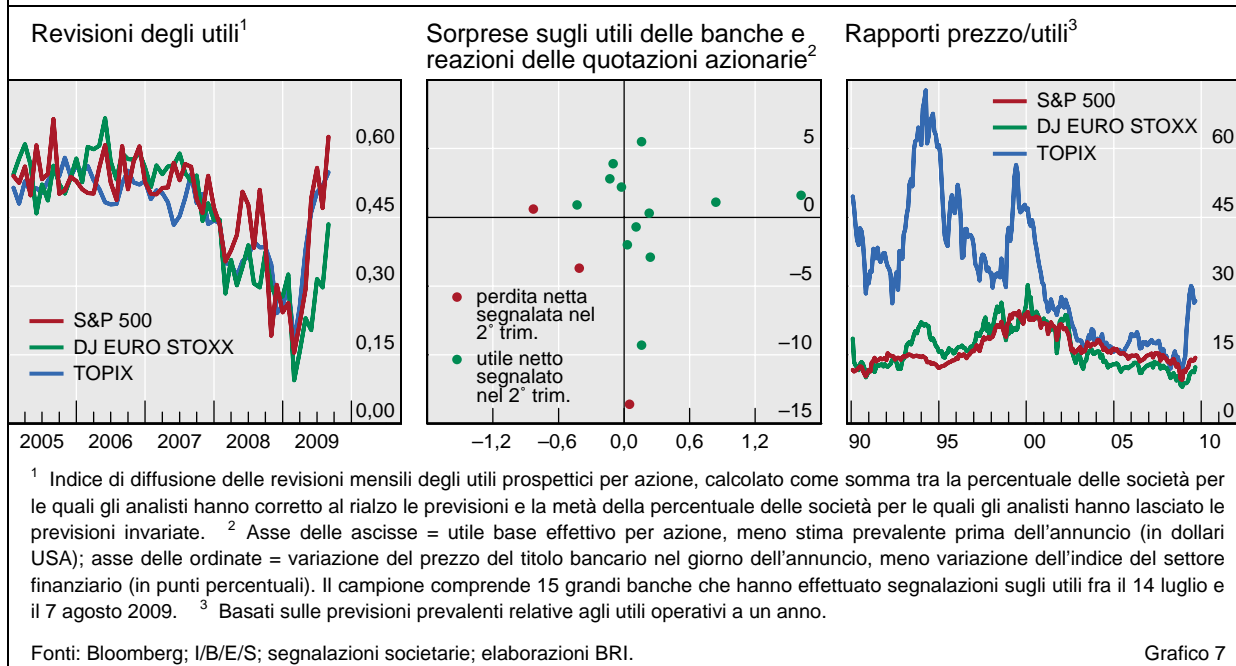
Benché i listini azionari abbiano beneficiato dei gradualisti miglioramenti delle prospettive economiche internazionali, gli operatori sono rimasti sensibili a ogni indicazione avversa. In giugno e agli inizi di luglio i principali mercati azionari hanno registrato ribassi giornalieri eccezionali a seguito della pubblicazione di notizie o dati che sollevavano dubbi sulle prospettive di una ripresa sostenuta, e la seconda settimana di luglio erano ridiscesi ai livelli più bassi da fine aprile. La prudenza degli investitori è venuta meno dinanzi alla serie di notizie positive sugli utili societari comunicate tra metà luglio e i primi di agosto, per poi tornare a manifestarsi a metà agosto, in attesa delle decisioni di politica monetaria delle principali banche centrali. Inoltre, i maggiori mercati azionari sono parsi risentire più del consueto dei dati sull'economia cinese (cfr. la successiva sezione sui mercati emergenti), a ulteriore riprova dei timori nutriti dagli operatori sul vigore della ripresa economica.

Rialzo delle azioni del settore finanziario dopo gli ottimi risultati del secondo trimestre

Nonostante le fasi di incertezza, i mercati azionari hanno registrato un rialzo tra metà luglio e gli inizi di agosto, sulla scorta della pubblicazione di risultati societari prevalentemente positivi che hanno rispecchiato la revisione al rialzo delle aspettative sugli utili (grafico 7, diagramma di sinistra). Gli operatori hanno accolto con particolare favore il fatto che alcune importanti istituzioni finanziarie siano state in grado di mettere a segno due trimestri consecutivi di utili vigorosi, mentre altre, dopo diversi trimestri in rosso, erano finalmente tornate a conseguire un profitto. Su tale sfondo, il sottoindice dell'S&P 500 relativo al settore finanziario ha guadagnato il 16% tra fine maggio e il 4 settembre e recuperato così tutte le perdite subite dal novembre 2008, risultando tuttavia ancora inferiore di circa il 30% ai livelli di metà 2008. Nello stesso periodo le quotazioni dei titoli finanziari sono salite di oltre il 20% nel Regno Unito e in altre piazze europee, mentre in Giappone hanno segnato un incremento minore. Il comparto finanziario, che aveva guidato i ribassi della prima parte dell'anno, ha continuato a trainare il mercato al rialzo a partire dall'inversione di tendenza degli inizi di marzo (grafico 6, diagrammi di sinistra



Utili, quotazioni azionarie e rapporti prezzo/utigli



e centrale). Tale andamento contrasta con quello osservato nella parte precedente di questo decennio, quando le quotazioni dei titoli azionari bancari scontavano utili relativamente stabili (cfr. la monografia di King in questa edizione della *Rassegna trimestrale*).

Tuttavia, alcune reazioni di mercato negative di fronte alla pubblicazione di risultati complessivamente positivi fanno ritenere che vi fossero dubbi in merito alla qualità e alla sostenibilità dei profitti bancari (grafico 7, diagramma centrale). Ad esempio, nonostante l'utile netto migliore delle attese (pari a €1,1 miliardi) registrato nel secondo trimestre, il 28 luglio la quotazione del titolo di Deutsche Bank ha subito un cospicuo ribasso (-11%), evidenziando una performance peggiore a quella di altre banche europee, poiché l'attenzione degli operatori si è focalizzata sul raddoppio, a €1 miliardo, degli accantonamenti per perdite su crediti rispetto al trimestre precedente. Analogamente, benché Wells Fargo avesse reso noto un aumento del reddito netto a \$3,17 miliardi il 22 luglio, il suo titolo si è comportato in modo peggiore di quelli di istituti omologhi, dal momento che gli investitori hanno dato rilievo all'incremento dei crediti problematici e di altre attività deteriorate. Per la precisione, vari importanti istituti finanziari (come Morgan Stanley, Mizuho Financial Group, UBS, RBS) hanno continuato a segnalare perdite e a registrare un andamento azionario relativamente scadente nel giorno di annuncio dei risultati.

La prudenza manifestata dagli operatori si spiega con diversi motivi. In primo luogo, i profitti annunciati dalle banche negli ultimi due trimestri sono stati influenzati in misura insolitamente significativa da numerosi fattori tecnici o straordinari non connessi alla redditività di fondo (come plus- o minusvalenze sulla cessione di attività, o variazioni del *fair value* derivanti da oscillazioni degli spread sul debito di propria emissione). In secondo luogo, la ripresa degli

I segnali di deterioramento della qualità dei prestiti preoccupano gli operatori ...

... al pari di alcune considerazioni sulle fonti dei profitti bancari

utili di alcune banche è ascrivibile all'aumento delle commissioni di sottoscrizione e dei proventi da negoziazione, il quale rischia di risultare transitorio, poiché il contesto eccezionale che ha concorso a spingere al rialzo tali voci di reddito nella prima metà di quest'anno potrebbe non perdurare con la progressiva normalizzazione delle condizioni di mercato. In terzo luogo, non è sempre chiaro se l'incremento degli accantonamenti per perdite su crediti vada considerato solo come un fattore negativo transitorio per il reddito netto dettato da prudenza, oppure come un'indicazione di ulteriori perdite a venire.

Le migliori condizioni di mercato consentono ad alcune banche di ridurre l'affidamento sul sostegno statale

Il generale miglioramento delle condizioni dei mercati azionari, intuibile dal recupero dei rapporti prezzo/utili prospettici dai minimi decennali (grafico 7, diagramma di destra), ha permesso alle società finanziarie di rivolgersi nuovamente al mercato per raccogliere capitali, riducendo la necessità di sostegno statale. In giugno, dopo aver dimostrato di essere in grado di finanziarsi sui mercati senza assistenza pubblica, dieci grandi imprese finanziarie statunitensi sono state autorizzate a rimborsare un totale di \$68 miliardi di azioni privilegiate sottoscritte dal governo nell'ambito del Capital Purchase Program. Successivamente alcuni di questi istituti hanno altresì riscattato i *warrant* legati all'acquisto delle azioni, svincolandosi in tal modo formalmente dai costi e dalle altre condizioni associate al programma. Analogamente, anche le banche di altri paesi hanno fatto ritorno al mercato in misura crescente, e alcune di esse hanno parimenti cercato di ridurre la dipendenza dal sostegno pubblico.

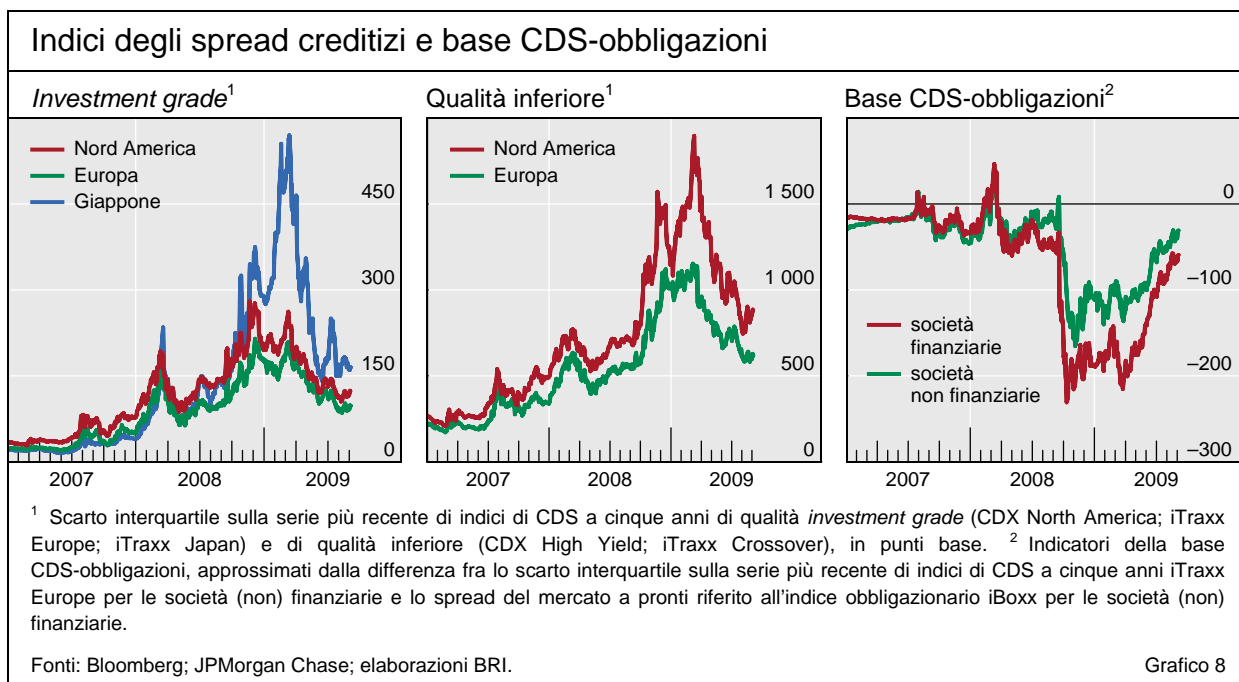
Alla perdurante ripresa dei principali mercati azionari si è accompagnata una generale attenuazione della volatilità (grafico 6, diagramma di destra). L'indice VIX, ad esempio, che a fine maggio si era collocato intorno a 32, è finito per scendere a circa 25 in agosto, il livello minimo dalla vigilia del fallimento di Lehman Brothers a metà settembre 2008.

Prosegue il miglioramento dei mercati creditizi

Migliorano ulteriormente le condizioni nei mercati creditizi internazionali

Negli ultimi mesi è proseguito il miglioramento delle condizioni nei mercati creditizi. I differenziali di rendimento si sono ristretti e le emissioni di obbligazioni societarie sono rimaste sostenute sullo sfondo dei primi segnali di ripresa e di notizie positive sugli utili di alcuni grandi istituti finanziari. Ciononostante, gli spread si sono mantenuti elevati e l'attività in importanti segmenti del mercato, come quelli dei titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS) e dei titoli garantiti da ipoteche commerciali (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS), è rimasta sottotono, spingendo le autorità ad adottare ulteriori misure di sostegno a favore di questi comparti.

Il miglioramento delle condizioni di mercato ha trovato riscontro nella flessione degli spread creditizi, in particolare quelli applicati ai mutuatari con rating più basso. Agli inizi di settembre i differenziali di rendimento sui titoli di debito *investment grade* statunitensi ed europei si erano ristretti di circa 25 punti base rispetto agli ultimi di maggio (grafico 8, diagramma di sinistra). I corrispondenti differenziali giapponesi hanno registrato ampie fluttuazioni nel periodo in rassegna, di riflesso a dati economici contrastanti. In contrasto con



la lieve riduzione degli spread sui titoli di qualità superiore, quelli sulle obbligazioni con merito di credito più basso hanno evidenziato una contrazione marcata. In Europa e negli Stati Uniti essi si sono ristretti di circa 119 e 200 punti base rispettivamente, raggiungendo livelli nettamente inferiori ai massimi di marzo (grafico 8, diagramma centrale). Il graduale miglioramento delle condizioni creditizie ha trovato riflesso anche nella cosiddetta base CDS-obbligazioni (vale a dire la differenza tra i premi dei contratti CDS e gli spread applicati negli swap di attività sulle corrispondenti obbligazioni del mercato a pronti), che ha continuato ad assottigliarsi nel periodo, pur rimanendo negativa (grafico 8, diagramma di destra). Ciò indica che le disfunzioni dei mercati creditizi stanno gradualmente dissipandosi, pur non essendo ancora scomparse.

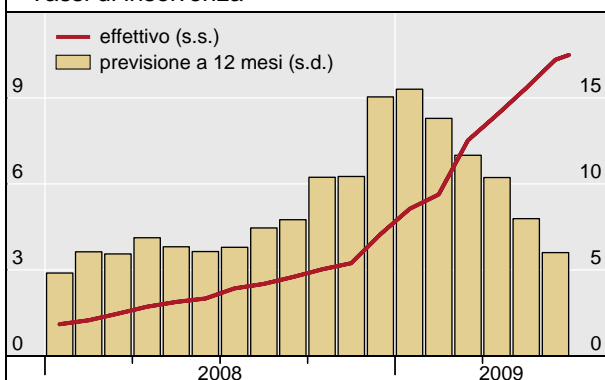
Il generale restringimento degli spread creditizi ha altresì rispecchiato le migliorate prospettive in materia di insolvenze (grafico 9, diagramma di sinistra). I tassi di insolvenza effettivi hanno continuato a salire, ma le previsioni del mercato su quelli futuri sono state ulteriormente riviste al ribasso, sulla scorta dei primi segnali di ripresa economica e di dati positivi sugli utili. Il crescente ottimismo ha trovato riflesso anche nell'ulteriore recupero degli indicatori della tolleranza al rischio. Il prezzo del rischio di credito, calcolato come rapporto tra le probabilità di insolvenza degli emittenti *investment grade* implicite negli spread creditizi (in ipotesi di neutralità al rischio) e quelle empiriche, è diminuito notevolmente nel terzo trimestre (grafico 9, diagramma di destra).

Gli spread creditizi del settore finanziario, in particolare quelli sul debito subordinato delle principali banche, si sono notevolmente ristretti da metà luglio (grafico 10, diagrammi di sinistra e centrale). Ciononostante, la prospettiva di una bassa crescita economica con ripercussioni negative sulla sostenibilità della redditività bancaria hanno indotto un ampliamento dei differenziali tra giugno e metà luglio (grafico 10, diagramma di sinistra). Le

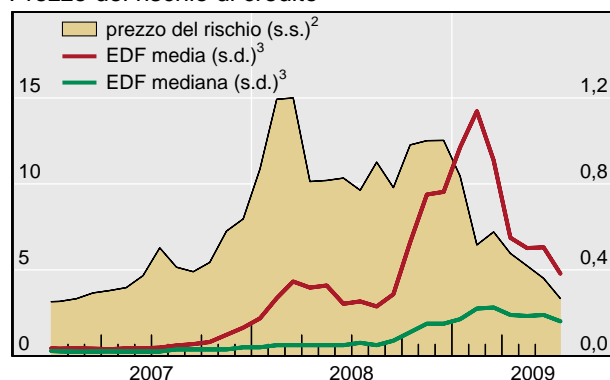
Forte calo degli spread del settore finanziario grazie agli utili e ai primi segnali di ripresa

Tassi di insolvenza e prezzo del rischio di credito

Tassi di insolvenza¹



Prezzo del rischio di credito



¹ Tassi di insolvenza globali a dodici mesi per il 2008-09 ponderati in base all'emittente elaborati da Moody's per la categoria di rating speculativa; le previsioni si riferiscono al periodo di dodici mesi a partire dalla data di segnalazione. ² Rapporto fra le probabilità di insolvenza in ipotesi di neutralità al rischio e quelle empiriche, calcolato secondo la metodologia descritta in J. Amato, "Avversione e premi al rischio nel mercato dei CDS", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2005, pagg. 55-68. Le probabilità empiriche si basano sui dati EDF di Moody's-KMV, mentre le stime delle probabilità neutrali al rischio sono desunte dagli spread di CDS (con clausola di ristrutturazione modificata) in dollari USA e dai tassi di recupero stimati. Viene riportato il valore della mediana di un ampio campione di entità *investment grade*. ³ In percentuale.

Fonti: JPMorgan Chase; Markit; elaborazioni BRI.

Grafico 9

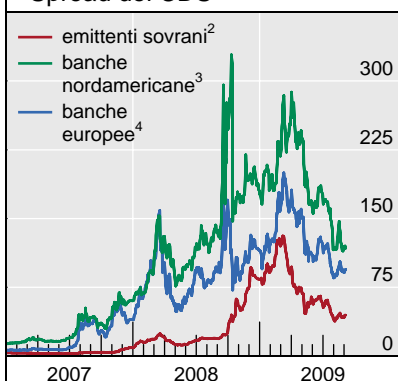
condizioni ancora subottimali di salute finanziaria delle banche hanno trovato riflesso in un ulteriore irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti. Inoltre, nonostante la moderata attività di emissione obbligazionaria del settore finanziario, gli istituti bancari hanno continuato a fare parziale affidamento sul collocamento di titoli con garanzia statale (grafico 10, diagramma di destra).

Le emissioni di obbligazioni societarie rimangono consistenti

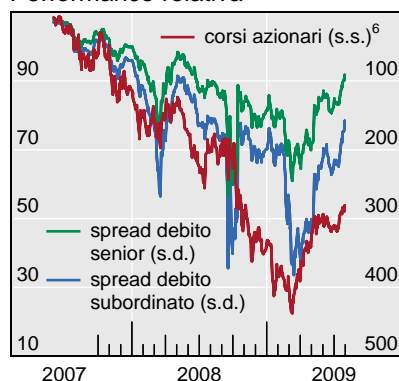
Il miglioramento delle condizioni in atto nei mercati creditizi ha altresì trovato conferma nel ritmo delle emissioni di obbligazioni societarie internazionali, rimasto elevato durante tutto il periodo (grafico 11, diagramma di sinistra). Gli ingenti volumi di collocamenti non finanziari nelle principali

Indicatori del settore finanziario

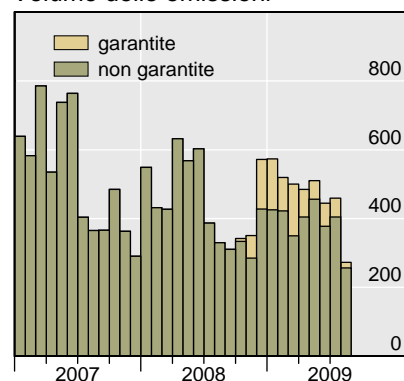
Spread dei CDS¹



Performance relativa⁵



Volume delle emissioni⁷

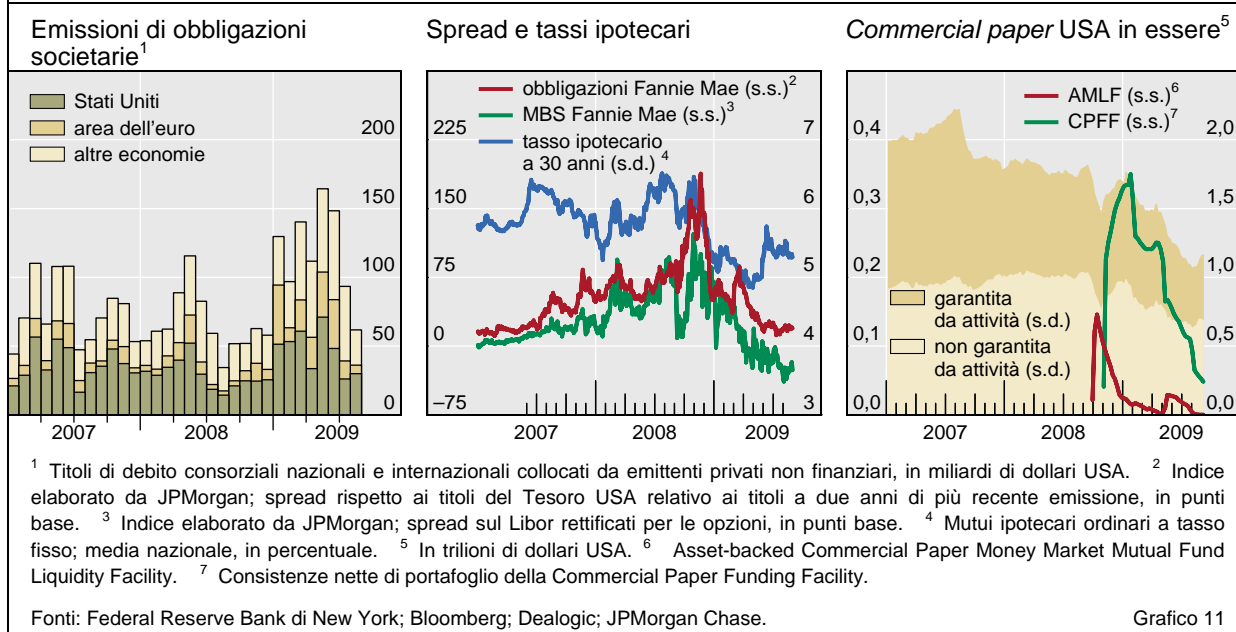


¹ Media equiponderata degli spread sulle emissioni senior, in punti base. ² CDS a cinque anni riferiti a Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Campione di undici banche con sede legale in Nord America. ⁴ Campione di dodici banche con sede legale in Europa. ⁵ Quotazioni azionarie (in dollari USA, media equiponderata) e spread (media equiponderata, scala inversa, in punti base) relativi alle banche universali considerate nel diagramma di sinistra per le quali sono disponibili spread sul debito sia subordinato sia senior. ⁶ 1° agosto 2007 = 100. ⁷ Titoli di debito consorziali nazionali e internazionali collocati da emittenti finanziari, in miliardi di dollari USA.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Markit; elaborazioni BRI.

Grafico 10

Emissioni mondiali di obbligazioni societarie e mercati ipotecari e della *commercial paper* USA



valute hanno coinciso con i persistenti sforzi delle banche per ridurre la leva finanziaria e migliorare la situazione patrimoniale.

Il mercato ipotecario e quello della cartolarizzazione statunitensi hanno continuato a beneficiare del sostegno statale (grafico 11, diagramma centrale). Gli spread sui titoli garantiti da ipoteche (MBS) emessi dalle agenzie federali si sono ulteriormente ridotti nel periodo, proseguendo la tendenza al ribasso iniziata lo scorso novembre dopo che la Federal Reserve aveva annunciato l'intenzione di acquistare titoli emessi da tali organismi. Sono aumentati i mutuatari che hanno rifinanziato i propri prestiti, accendendone di nuovi a tassi inferiori, il che ha determinato a fine giugno un rialzo temporaneo dei tassi sui mutui ipotecari trentennali ordinari. Tra il primo e il secondo trimestre, i rifinanziamenti hanno altresì dato luogo a un incremento di \$100 miliardi del volume complessivo di MBS in essere. Di conseguenza, le consistenze di MBS di agenzie sono cresciute di oltre \$200 miliardi nell'arco del secondo trimestre, mentre il volume di titoli analoghi emessi da altri prenditori è sceso di oltre \$100 miliardi.

Sebbene gli interventi di politica economica abbiano favorito i mercati delle obbligazioni ipotecarie statunitensi, altri segmenti dei mercati creditizi USA hanno continuato a riflettere la debole situazione finanziaria. I comparti più duramente colpiti sono stati quelli degli ABS garantiti da crediti al consumo e finanziamenti alle imprese e quelli dei CMBS. Per far fronte a ciò, a metà agosto la Federal Reserve e il Tesoro statunitense hanno prorogato la Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) fino al 31 marzo 2010 per gli ABS di nuova emissione e i CMBS già in circolazione, e fino al 30 giugno 2010 per i CMBS di nuova emissione.

Rimane debole l'attività sui mercati degli ABS e dei CMBS ...

Nonostante la persistente debolezza del mercato della *commercial paper* (CP), sono emersi i primi segnali di miglioramento. Fino a metà agosto i volumi

... mentre il mercato della CP evidenzia i primi segni di ripresa

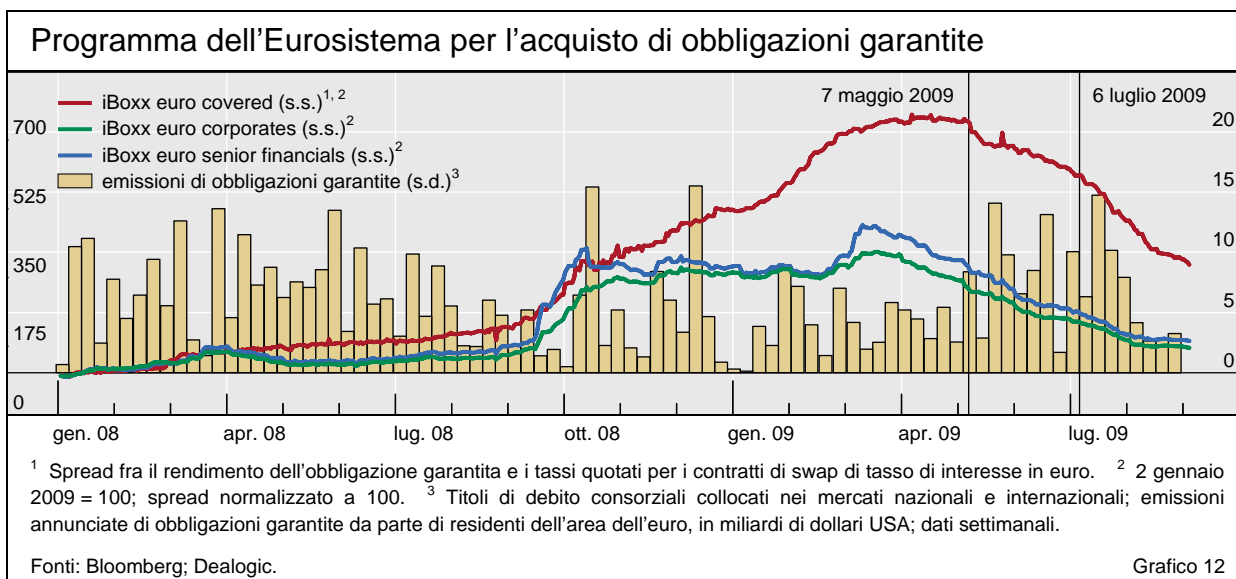
in essere sono andati calando fino a \$1 trilione, per poi tornare ad aumentare, raggiungendo \$1,16 trilioni agli inizi di settembre (grafico 11, diagramma di destra). Il rallentamento delle emissioni di CP, unitamente agli elevati collocamenti di obbligazioni societarie, segnala una significativa flessione della raccolta a breve termine delle imprese. La ripresa del mercato della CP è stata confermata anche dai saldi in essere dei programmi della Federal Reserve destinati a questo segmento. L'entità della Commercial Paper Funding Facility (CPFF), volta a sostenere la CP a più lunga scadenza (90 giorni e oltre), è nettamente diminuita da circa \$160 miliardi a fine maggio a \$48 miliardi agli inizi di settembre. La Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) si è ridotta ad appena \$79 milioni ai primi di settembre, dopo aver raggiunto quasi \$29 miliardi agli inizi di maggio.

Il programma di sostegno della BCE ...

I mercati creditizi dell'area dell'euro sono stati influenzati dalle politiche intese a sostenere l'erogazione di mutui e l'emissione di obbligazioni garantite (*covered bond*). Il 6 luglio la BCE e le 16 banche centrali nazionali dell'area dell'euro hanno lanciato il programma dell'Eurosistema per l'acquisto di obbligazioni garantite, già annunciato il 7 maggio, dell'importo nominale di €60 miliardi. Nell'ambito di tale programma, tra il 6 luglio e gli inizi di settembre 2009 sono state acquistate obbligazioni garantite per un valore nominale complessivo di circa €10 miliardi, corrispondente a poco meno del 20% delle emissioni totali nello stesso periodo.

... contribuisce ad accrescere le emissioni di obbligazioni garantite

Il programma ha inciso sia sugli spread creditizi sia sui volumi di emissione nel mercato europeo dei *covered bond*. Dal momento del suo annuncio, i differenziali sulle obbligazioni garantite si sono notevolmente ristretti (grafico 12). Esso sembra inoltre aver concorso a revitalizzare il mercato primario, dove le emissioni, che erano rimaste modeste dal settembre 2008, sono sensibilmente aumentate in maggio, in seguito all'annuncio del programma. Inoltre, i mutuatari sono riusciti ad aggiudicarsi gli spread più bassi all'interno dell'intervallo indicativo annunciato nella fase di pre-marketing, e per numerose obbligazioni la domanda ha superato l'offerta. Dal lancio del programma sono state effettuate varie emissioni nei mercati spagnolo,



francese e tedesco, nonché in paesi dove il collocamento di tali strumenti era storicamente limitato, come il Portogallo, i Paesi Bassi e l'Italia. In aggiunta, nell'ambito del programma sono state acquistate diverse obbligazioni garantite di emittenti che attingevano per la prima volta a questo mercato.

La correzione dei mercati azionari cinesi si ripercuote su altre piazze

La rinnovata propensione al rischio degli investitori ha continuato a imprimere slancio alle attività dei mercati emergenti. Tra fine maggio e gli inizi di settembre 2009 le quotazioni azionarie di tali mercati si sono mosse al rialzo in parallelo con quelle dei mercati maturi (grafico 13, diagramma di sinistra). I differenziali sul debito sovrano e societario sono calati, seppur a un ritmo più graduale che in passato (grafico 13, diagramma centrale). Il miglioramento delle condizioni di mercato ha favorito un'ulteriore ripresa dei collocamenti di obbligazioni societarie dei mercati emergenti nei mercati sia interni che internazionali (grafico 14, diagramma di destra). Le emissioni azionarie, che erano rimaste deboli fino al marzo 2009, hanno cominciato a riprendersi nel secondo trimestre. Gli afflussi di investimenti di portafoglio ai mercati emergenti, già ridivenuti positivi nella parte precedente dell'anno, sono stati sostenuti nei mesi successivi. Le valute dell'area emergente si sono apprezzate, sebbene in misura variabile, in parte di riflesso alla loro attrattiva per gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati (grafico 14, diagramma centrale).

La rinnovata propensione al rischio continua a sostenere le attività dei mercati emergenti

Il vigoroso recupero dell'attività nell'Asia emergente ha destato l'interesse degli operatori, attenti ai tempi e alla forma della ripresa economica mondiale. In luglio la pubblicazione dei dati preliminari sulla crescita del PIL nel secondo trimestre di Singapore (20% in ragione d'anno, dopo diversi trimestri di flessione) e Corea (9,7% in ragione d'anno, l'espansione trimestrale più rapida da oltre cinque anni) ha fornito le prime indicazioni della possibilità che la regione stesse uscendo dalla fase di contrazione ciclica. I dati di altre economie asiatiche resi noti successivamente hanno parimenti segnalato un rilancio dell'attività, attribuibile alla ripresa dei flussi commerciali e all'effetto delle misure di stimolo fiscale. Le aspettative di un recupero precoce della regione hanno alimentato il crescente ottimismo che ha sostenuto la domanda di attività dei mercati emergenti.

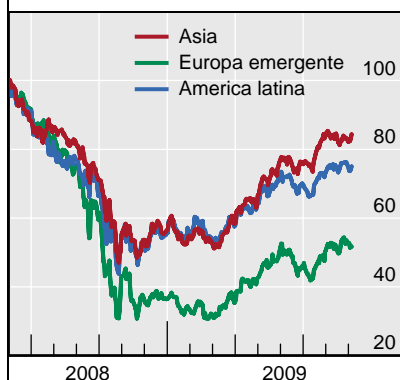
La ripresa economica in Asia desta l'attenzione dei mercati

L'attenzione degli operatori si è concentrata in particolare sulla Cina. La capacità del paese di ridare slancio alla crescita, che era stata frenata dalla caduta della domanda estera al volgere dell'anno, è stata spesso attribuita all'azione di bilancio tempestiva ed energica delle autorità cinesi. Tuttavia, poiché il credito bancario, specie quello delle quattro grandi banche commerciali di proprietà statale, aveva un ruolo strumentale nel finanziamento dello stimolo, si è diffuso il timore che il conseguente rapido incremento dei prestiti bancari (i nuovi crediti concessi nella prima metà del 2009, pari a oltre 7 trilioni di renminbi, o \$1 trilione, erano il triplo di quelli del corrispondente

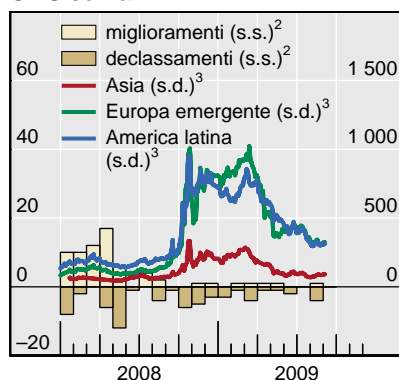
Gli operatori affidano le speranze di ripresa alle misure di stimolo delle autorità cinesi ...

Indicatori relativi ai mercati emergenti

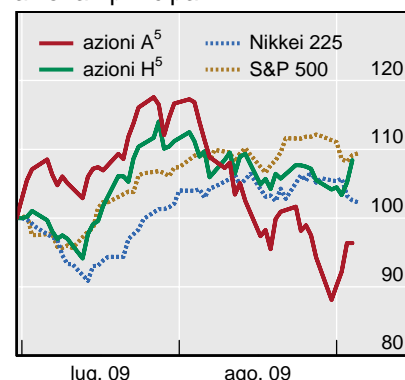
Indici azionari regionali MSCI¹



Revisioni dei rating e spread dei CDS sovrani



Quotazioni azionarie cinesi e indici azionari principali⁴



¹ In moneta locale; 1° giugno 2008 = 100. ² Variazioni mensili dei rating del debito sovrano a lungo termine in valuta estera e in moneta locale. ³ Media ponderata degli spread dei CDS sovrani (in punti base), in base al PIL e alle PPA del 2005. Asia = Cina, Corea, Hong Kong SAR e Singapore; Europa emergente = Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Ucraina e Ungheria; America latina = Argentina, Brasile, Colombia, Messico e Perù. ⁴ In termini di moneta locale; fine giugno 2009 = 100. ⁵ Media semplice delle dieci maggiori società cinesi in termini di capitalizzazione quotate su entrambe le borse di Shanghai (azioni A) e Hong Kong SAR (azioni H).

Fonti: Bloomberg; Datastream; Markit; Standard & Poor's; elaborazioni BRI.

Grafico 13

periodo del 2008) avrebbe accentuato l'accumulo di capacità eccedente in taluni settori e alimentato l'inflazione dei prezzi delle attività.

... ma in seguito temono un potenziale inasprimento delle politiche economiche

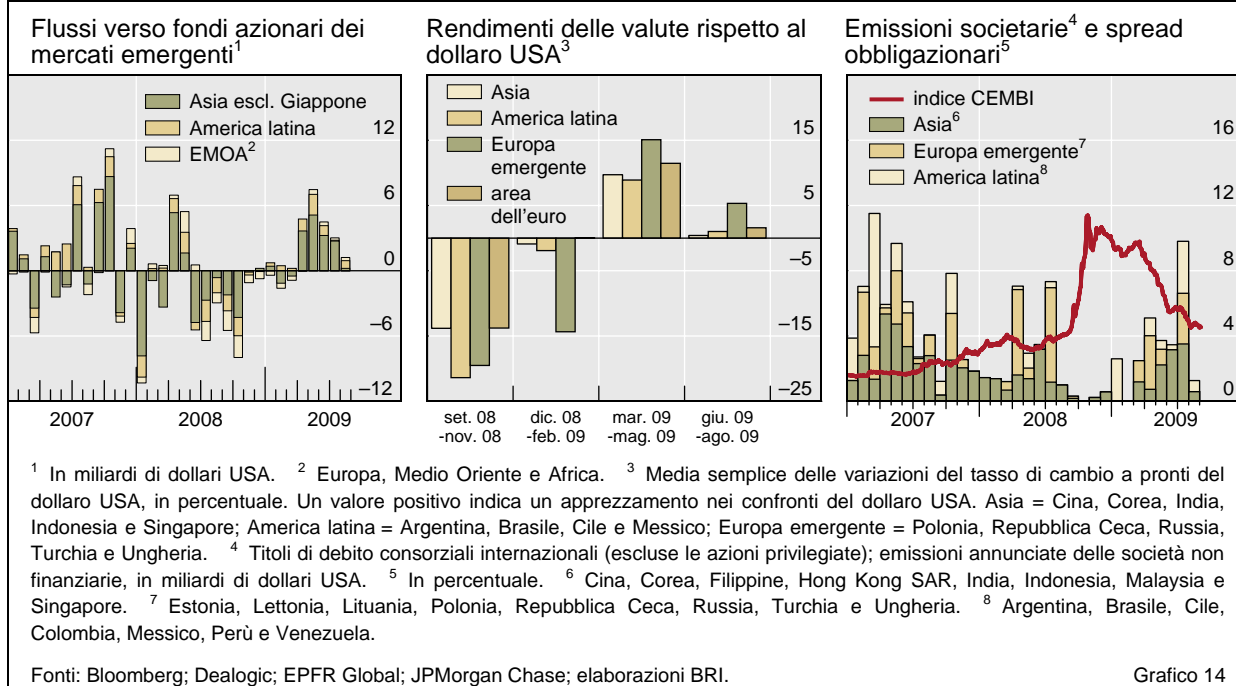
La correzione dei mercati azionari cinesi si ripercuote su altre borse ...

Le speranze che la vigorosa crescita cinese avrebbe trainato l'economia mondiale verso la ripresa hanno finito per essere ridimensionate dal timore che le autorità della Cina potessero intervenire per evitare un'eccessiva espansione. Il 29 luglio la pubblicazione di notizie che facevano presagire un'imminente stretta del credito bancario ha causato un ribasso giornaliero di oltre il 5% del mercato azionario del paese. Tali notizie, che si riteneva potessero avere implicazioni per la crescita mondiale, hanno avuto ricadute su altri importanti mercati azionari asiatici e di altre parti del mondo, interrompendone l'ascesa (cfr. la precedente sezione sui mercati azionari). L'11 agosto i dati cinesi che indicavano una produzione industriale meno solida delle attese e una sensibile contrazione del credito bancario sul mese precedente hanno fornito un'ulteriore occasione per dubitare dell'espansione globale, provocando una nuova correzione dei mercati azionari nazionali ed esteri.

... ma solo in misura limitata

In realtà, l'influsso del mercato azionario cinese su altre borse è stato limitato. Sebbene nel periodo taluni mercati esteri si siano effettivamente mostrati sensibili all'andamento dei listini cinesi, la loro volatilità è stata di gran lunga inferiore. Nemmeno le azioni delle società della Cina continentale quotate a Hong Kong SAR (azioni H) hanno perso tanto terreno quanto i corrispondenti titoli A quotati a Shanghai (grafico 13, diagramma di destra). Il mercato azionario cinese ha continuato a flettere nella seconda metà di agosto, nonostante altre piazze si stessero stabilizzando o riprendendo. A fine mese l'indice composito della borsa di Shanghai era diminuito di oltre il 20% rispetto al picco dei primi di agosto, perdendo tutti i guadagni realizzati dagli inizi di giugno.

Flussi di portafoglio, rendimenti valutari ed emissioni internazionali di titoli di debito



La significativa correzione delle azioni cinesi in agosto ha inciso negativamente sulla performance complessiva dei mercati azionari asiatici. Tra fine maggio e il 4 settembre l'indice MSCI Emerging Markets Asia era cresciuto di appena l'11%, sopravanzando il più ampio indice mondiale in misura inferiore rispetto alla fine di luglio. Le borse asiatiche hanno inoltre chiuso il periodo guadagnando meno dei corrispondenti mercati dell'Europa emergente (con la rilevante eccezione della borsa russa, che su base netta ha segnato un ribasso) e di alcuni mercati dell'America latina. I dati sui flussi netti relativi ai fondi di investimento indicano che, mentre i fondi azionari dell'America latina e dell'Europa emergente hanno continuato ad attrarre capitali, quelli asiatici hanno ricevuto solo una modesta frazione degli importi dei mesi precedenti (grafico 14, diagramma di sinistra).

Le vie di uscita dalle operazioni di bilancio delle banche centrali

Robert N. McCauley

Di fronte al miglioramento delle condizioni di mercato, si è cominciato a discutere dei tempi e delle modalità con cui le banche centrali inaspriranno la politica monetaria, e dell'eventualità che tale inasprimento comporti la dismissione delle attività accumulate durante la crisi per mantenere in funzionamento i mercati e influenzare i prezzi delle attività mediante "operazioni di bilancio". In linea di principio, si tratta di decisioni indipendenti. Come rilevato nel Capitolo VI della 79ª *Relazione annuale* della BRI, le banche centrali possono innalzare i tassi ufficiali e ridurre le riserve in eccesso senza dover ridimensionare i propri bilanci, a condizione che dispongano di una serie di strumenti adeguati.

L'analisi del presente riquadro è incentrata sui fattori che condizionano la sequenza di queste due decisioni. Al riguardo, i due casi estremi sono, da un lato, la contrazione del bilancio e solo in un secondo tempo l'innalzamento dei tassi di interesse e, dall'altro, l'aumento dei tassi senza riduzioni del bilancio. All'interno di un piano cartesiano con le dimensioni del bilancio (indicizzate a 100 al culmine delle operazioni di bilancio) sull'asse delle ascisse e il tasso di interesse (con inizio 0) sull'asse delle ordinate, i due casi estremi possono essere rappresentati, rispettivamente, da uno spostamento verso sinistra poi verso l'alto e da uno spostamento verticale verso l'alto. Va riconosciuto che le riduzioni di attività presentano implicazioni diverse (e che le variazioni nella composizione, nonché nel volume delle attività possono essere rilevanti).

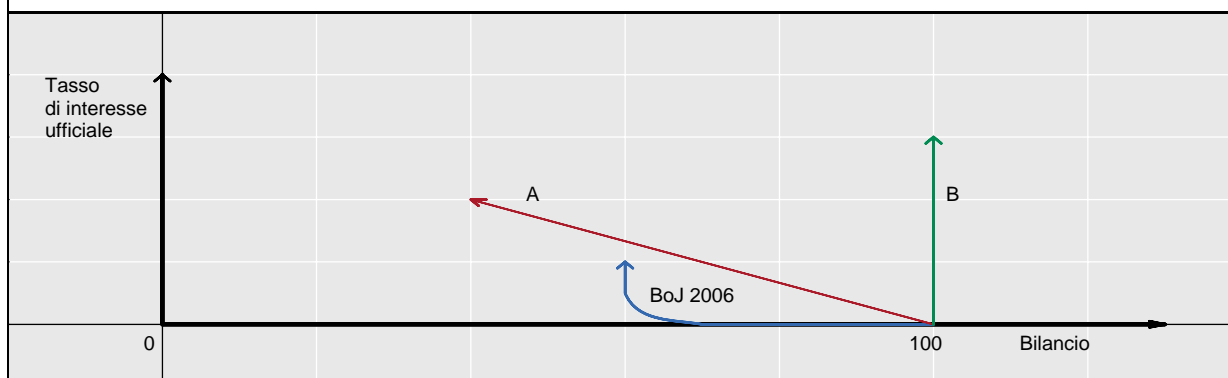
Un esempio di caso estremo proviene dalla Bank of Japan, che nel 2006 ridimensionò il proprio bilancio prima di aumentare i tassi ufficiali. Non potendo corrispondere interessi sulle riserve in eccesso, nei mesi successivi al marzo 2006 essa smise di sostituire le attività in scadenza^o. La voce "conti correnti", ossia le riserve bancarie, si contrasse tra fine marzo e metà giugno 2006 da ¥31 a 10 trilioni circa, e le attività totali della Bank of Japan calarono in misura ancora maggiore, passando da ¥145 a 113 trilioni il 20 giugno. La riduzione del bilancio, insieme alla riapertura delle linee di credito interbancarie e all'introduzione delle contrattazioni sui tassi di interesse *overnight* a termine, preparò gli investitori al rialzo del tasso di interesse a breve termine che ebbe luogo in luglio. Il grafico A mostra lo spostamento verso sinistra lungo l'asse delle ascisse al livello zero dei tassi di interesse, e successivamente il ritorno a tassi di interesse positivi. La decisione di ridurre le attività in questo modo dipendeva dall'esistenza di limitazioni precise riguardo alla detenzione di obbligazioni a lungo termine^o e alla scadenza delle operazioni monetarie. È interessante notare come, dopo aver diminuito le riserve in eccesso ed essere ritornata a tassi di interesse positivi, la Bank of Japan abbia continuato ad acquistare obbligazioni ogni mese.

Il fatto che la Bank of Japan si sia concentrata sul lato passivo del bilancio potrebbe limitare la robustezza di questo precedente relativamente all'uscita da una situazione di tassi contenuti e attività elevate. In Giappone, la selezione delle attività da acquistare per sostenere le passività della banca centrale fu considerata incidentale, e la scelta di attività a breve termine consentì di ridimensionare il bilancio in maniera rapida ma passiva. La Bank of England e la Federal Reserve, con l'acquisto di obbligazioni finalizzato ad abbassare i tassi a lungo termine, e la Banca nazionale svizzera, con l'acquisto di attività in valuta estera per contenere il rialzo del franco svizzero, si trovano in una posizione diversa rispetto alla Bank of Japan.

In questi casi, la scelta della via di uscita dipenderà da varie considerazioni, fra cui il funzionamento, i prezzi e le reazioni del mercato, nonché l'eliminazione di eventuali attività a breve termine. Un aspetto in parte trascurato che potrebbe influire su tale scelta è quello delle diverse rappresentazioni – di stock o flusso – date alle operazioni di bilancio. In un'ottica di stock, lo stimolo monetario è considerato provenire dalla *detenzione* di attività (titoli del Tesoro o di altro tipo) da parte della banca centrale, mentre in un'ottica di flusso tale stimolo deriva dall'*acquisto* di attività da parte dell'autorità monetaria. In quest'ultima prospettiva, lo stimolo si interrompe allorché non vengono più annunciati acquisti di attività, e l'asimmetria potrebbe essere voluta: massimo effetto degli acquisti e "neutralità" delle vendite.

Questa distinzione potrebbe assumere rilevanza al momento di inasprire la politica monetaria. In base all'interpretazione di stock, innalzare il tasso a breve senza cedere le

Esempi di uscita dalle operazioni di bilancio a bassi livelli del tasso ufficiale



Fonte: elaborazioni dell'autore.

Grafico A

obbligazioni equivarrebbe a premere sul freno mantenendo al tempo stesso il piede sull'acceleratore. In base all'interpretazione di flusso, invece, non avendo il piede premuto sull'acceleratore, si tratterebbe semplicemente di frenare. La prima interpretazione concorderebbe pertanto con un sentiero di inasprimento analogo al vettore A del grafico (ma anche con un inasprimento simile a quello della Bank of Japan), mentre la seconda consentirebbe di agire in linea con il vettore B.

Si può affermare che le politiche della Bank of England si siano basate sulla concezione di stock delle operazioni di bilancio. In particolare, fra le motivazioni addotte affinché gli acquisti di gilt raggiungessero un ottavo del PIL figurava il livello dell'aggregato monetario ampio. La Bank of England ha chiaramente indicato che nel momento in cui il perseguimento dell'obiettivo di inflazione richiederà il rientro dallo stimolo monetario, essa avrà due strumenti a disposizione, l'aumento dei tassi ufficiali e la vendita di attività. Il collocamento di buoni della banca centrale potrebbe anch'esso essere usato per assorbire liquidità, "consentendo di scaglionare le vendite di gilt"³. Di conseguenza, gli analisti di mercato stanno basando le previsioni riguardo alla politica monetaria sulla prospettiva sia di un rialzo del tasso di interesse a breve, sia della vendita di gilt.

All'opposto, in base alle dichiarazioni rilasciate, la Federal Reserve sembra considerare che lo stimolo monetario provenga principalmente in termini di flusso dai \$1,75 trilioni di acquisti obbligazionari. In prospettiva, la difficoltà di calibrare l'effetto restrittivo delle vendite obbligazionarie – considerata, fra le altre cose, la variazione dei vincoli di bilancio delle società finanziarie e della propensione al rischio – potrebbe deporre a sfavore della vendita di obbligazioni. Detto ciò, la Federal Reserve ha segnalato che non adotterà necessariamente un'uscita come quella rappresentata dal vettore verticale B. Avendo (come la Bank of England) la possibilità di corrispondere un interesse sulle riserve in eccesso, la Federal Reserve *potrebbe* smettere di acquistare obbligazioni e alzare i tassi di interesse senza ridimensionare le proprie attività⁴. Alternativamente, le riserve in eccesso *potrebbero* essere assorbite senza cedere attività, mediante operazioni pronti contro termine a breve scadenza garantite da titoli a lungo termine, o la continuazione da parte del Tesoro della vendita di buoni in quantità superiori al suo fabbisogno di finanziamento e il deposito dei proventi presso la Federal Reserve. Fra le opzioni elencate figurava, per ultimo, anche il collocamento di obbligazioni.

La Banca nazionale svizzera non ha fornito molte indicazioni riguardo a come intende uscire dalla politica di acquisto di attività estere volta a contenere l'apprezzamento della moneta nazionale. Da un punto di vista concettuale, alcuni studi recenti degli interventi nei mercati dei cambi vertono sull'impatto esercitato sui flussi degli ordini, mentre il modello di equilibrio di portafoglio pone l'enfasi sulle dimensioni relative degli stock. Da un punto di vista comportamentale, vi sono stati casi in cui, dopo una serie di acquisti, le banche centrali hanno ridotto le consistenze di riserve ufficiali, ma il più delle volte (come in Giappone dal 2004) le riserve sono rimaste ai livelli raggiunti a seguito degli interventi. L'esperienza recente di indebitamento in dollari presso la Federal Reserve e sul mercato figurerà fra gli elementi da valutare in caso di un'eventuale riconsiderazione del livello appropriato delle riserve valutarie in Svizzera.

Oltre ai fattori summenzionati, anche considerazioni di economia politica potrebbero influire sulle vie di uscita adottate. Gli acquisti di attività da parte della Bank of England sono stati preventivamente limitati mediante scambio di lettere con il Tesoro britannico, depositati su un conto apposito e assistiti da garanzia del governo a fronte delle perdite che si verificherebbero in caso di rialzo dei tassi di interesse. Queste disposizioni consentono alla Bank of England di vendere gilt senza doversi preoccupare di subire perdite sul proprio capitale. Considerazioni di questo tipo potrebbero al contrario assumere rilevanza nel caso della Federal Reserve, il cui coordinamento con il Tesoro USA in veste di depositario dei proventi o di gestore del debito è stato meno formale.

[Ⓞ] In alternativa, essa avrebbe potuto emettere buoni della banca centrale per assorbire liquidità, cambiando la tipologia di passività e lasciando le attività invariate. [Ⓞ] Bank of Japan, Financial Markets Department, "Money market operations in fiscal 2006", *BOJ reports and research papers*, luglio 2007; sugli acquisti obbligazionari, "Government debt management at low interest rates", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2009. [Ⓞ] Discorso del Vice Governatore Bean al Cutlers' Feast, Cutlers' Hall, Sheffield, 21 maggio 2009. Il 21 luglio 2009 il *Nottingham Evening Post* citava Bean: "È abbastanza probabile che in un primo momento alzeremo il Bank rate. Dopodiché possiamo cominciare a vendere le attività che abbiamo acquistato a un tasso che tenga conto delle circostanze di mercato del momento". [Ⓞ] "Monetary policy as the economy recovers", in Board of Governors del Federal Reserve System (2009), *Monetary Policy Report to the Congress* (Washington: Board of Governors, luglio), pagg. 34-37.