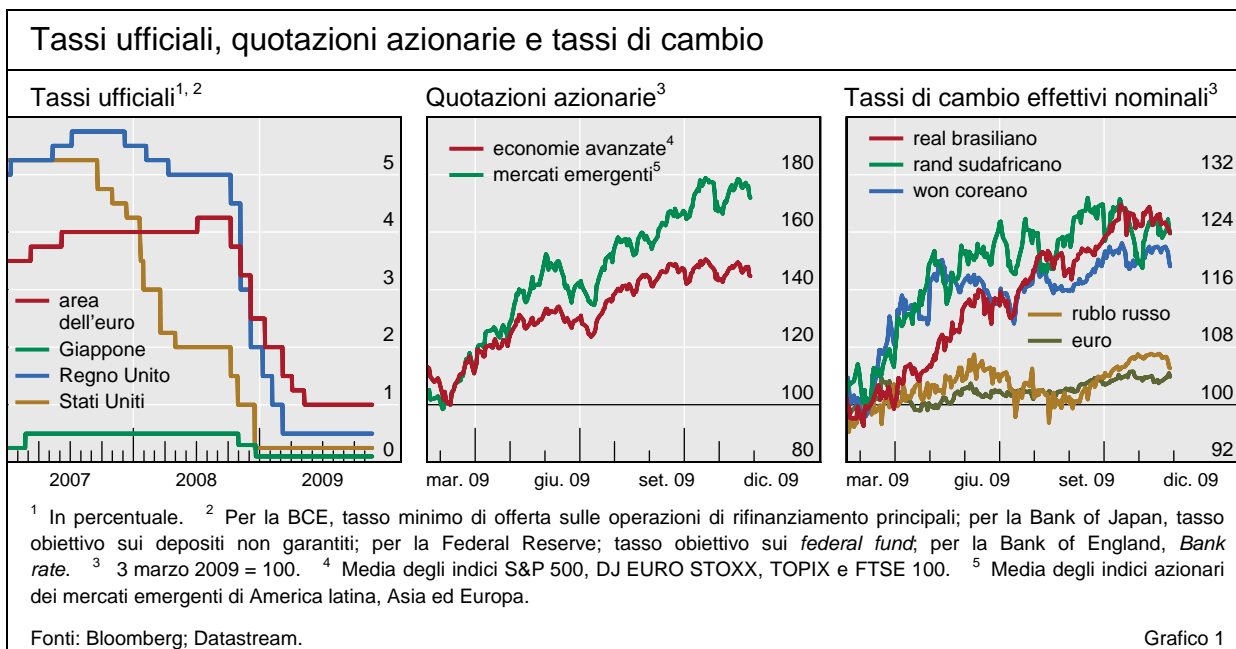


Quadro generale degli sviluppi: mercati spronati dai tassi di interesse ancora ai minimi storici

Fra inizio settembre e fine novembre un flusso costante di notizie macroeconomiche prevalentemente positive ha rassicurato i mercati, convincendoli di un cambiamento di rotta dell'economia mondiale. Ciò nonostante, la fiducia degli investitori è rimasta fragile, come è emerso chiaramente verso la fine del periodo in rassegna, quando i prezzi delle attività rischiose sono bruscamente diminuiti di fronte al nervosismo suscitato dalla notizia che la società pubblica Dubai World aveva richiesto una dilazione di pagamento su parte del suo debito.

Pur aspettandosi un proseguimento della ripresa, a tratti gli operatori hanno mostrato preoccupazione circa i tempi e la configurazione che questa avrebbe assunto, a causa dell'incertezza riguardo alla tempistica e al ritmo di rimozione dello stimolo monetario e fiscale, nonché dei rischi che ciò avrebbe comportato per l'attività economica futura. Tale sentimento è stato alimentato anche dalla disomogeneità della ripresa nelle varie regioni del mondo, che si temeva potesse accrescere il rischio di accumulo di squilibri perniciosi, e quindi comportare ulteriori difficoltà per i responsabili delle politiche.



In tale contesto, gli andamenti dei mercati hanno continuato a essere influenzati in misura significativa dalle politiche di stimolo effettive o attese, e in particolare dall'orientamento espansivo della politica monetaria. Gli investitori hanno scontato l'aspettativa che i tassi di interesse nelle principali economie avanzate sarebbero rimasti su livelli bassi (grafico 1, diagramma di sinistra), e i prezzi delle attività rischiose hanno continuato a crescere. Le quotazioni azionarie sono in generale salite, specie nei mercati emergenti (grafico 1, diagramma centrale). Gli spread creditizi nel comparto *investment grade* non hanno subito variazioni di rilievo, mentre quelli sul debito di qualità inferiore si sono ulteriormente ristretti. Nel frattempo, gli indicatori dell'inflazione attesa desunti sia dai dati di mercato sia dalle indagini continuavano a segnalare che le aspettative di inflazione nelle principali economie avanzate rimanevano ben ancorate. Unitamente alle attese di un periodo prolungato di bassi tassi ufficiali, ciò ha concorso a comprimere i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Nello stesso senso hanno agito anche i contenuti premi a termine.

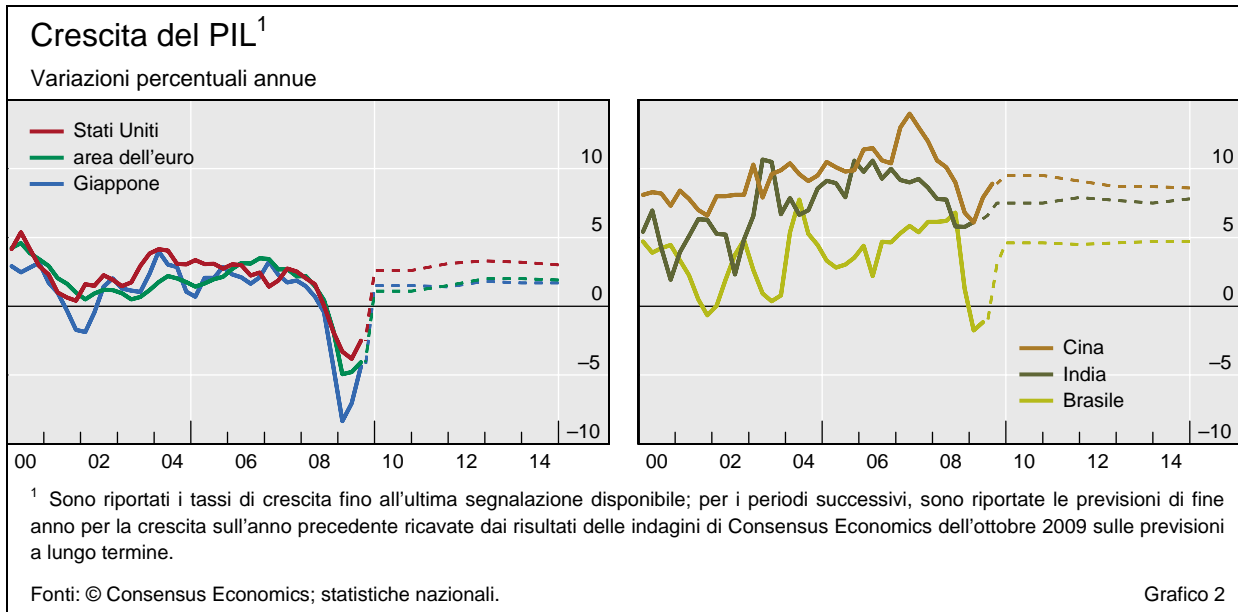
I bassi tassi di interesse nelle economie avanzate, congiunti alla ripresa precoce e relativamente vigorosa di varie economie emergenti, hanno continuato ad alimentare un afflusso significativo di capitali verso queste ultime, specie nella regione Asia-Pacifico. Benché di difficile quantificazione, un fenomeno collegato è stato l'aumento delle operazioni di *carry trade* finanziate in dollari USA e in altre valute a basso rendimento. Esso ha dato luogo in varie economie emergenti a un rapido aumento dei corsi delle attività e a un apprezzamento valutario considerevole nei confronti della moneta statunitense (grafico 1, diagramma di destra).

I tassi rimangono prossimi allo zero nelle principali economie avanzate

Fra i primi di settembre e la fine di novembre l'attenzione degli investitori è rimasta fermamente focalizzata sui progressi e sulle prospettive della ripresa economica mondiale. Pur sullo sfondo di perduranti incertezze, sono emersi chiari segni di una svolta nella congiuntura mondiale. I dati preliminari sulla crescita del PIL statunitense nel terzo trimestre mostravano che la più lunga e profonda recessione americana dell'era postbellica era giunta al termine. Nello stesso periodo anche l'economia dell'area dell'euro faceva registrare una crescita per la prima volta dagli inizi del 2008, mentre quella giapponese segnava la seconda espansione trimestrale consecutiva. Di fronte all'effetto trainante degli ingenti stimoli monetari e fiscali, le previsioni degli analisti indicavano che le economie del G3 avrebbero continuato a crescere nel 2010, per poi assestarsi stabilmente su tassi di incremento del prodotto intorno al 2-3% negli anni a venire (grafico 2, diagramma di sinistra).

Fatto importante, le maggiori economie emergenti, come Cina, India e Brasile, i cui tassi di crescita erano calati assai meno di quelli delle economie avanzate durante la crisi, non solo si sono riprese molto più velocemente, ma facevano anche prevedere un'espansione a ritmi decisamente più rapidi nei prossimi cinque anni (grafico 2, diagramma di destra). La possibilità che la vivace attività economica nell'area emergente fornisse sostegno alla domanda

La recessione
giunge al termine ...



di beni nelle economie avanzate faceva ritenere più probabile una ripresa durevole anche in queste ultime.

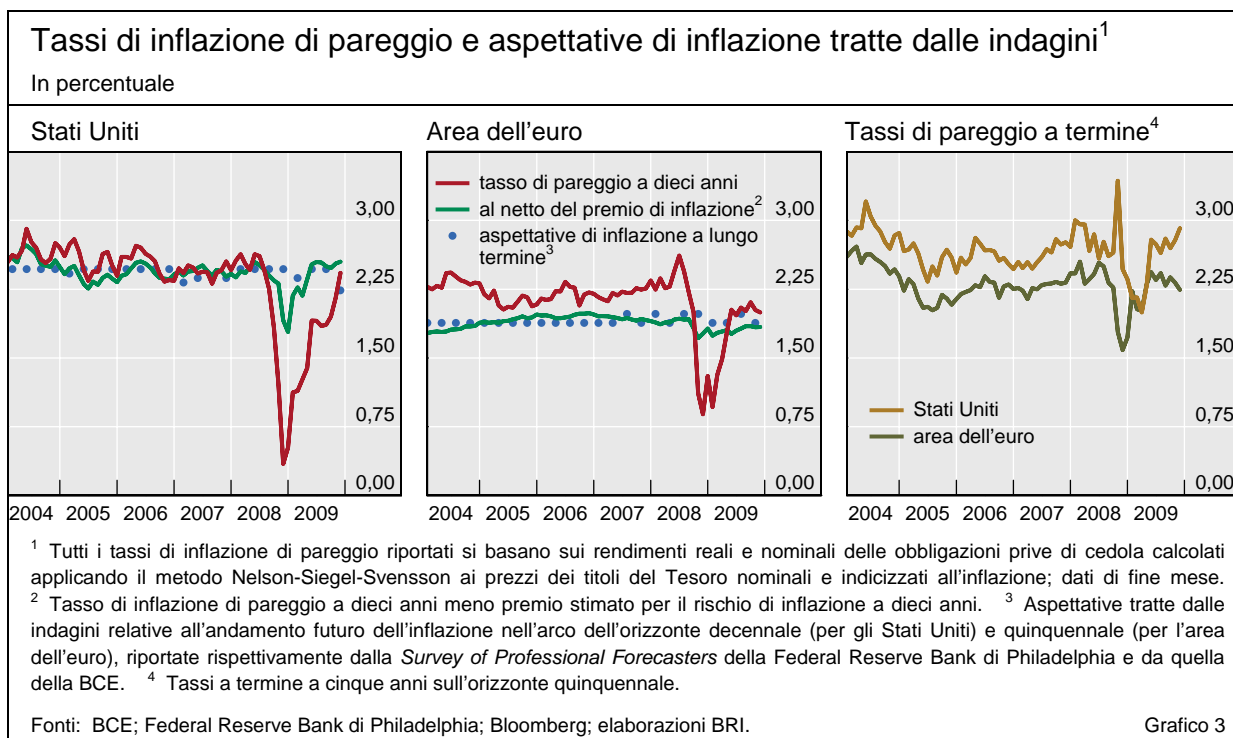
... ma permane incertezza circa il vigore della ripresa ...

Sebbene lo scenario centrale restasse quello di una ripresa dell'economia, gli investitori permanevano comunque incerti circa la fisionomia e il vigore che essa avrebbe assunto nelle economie avanzate. A tali incertezze contribuivano i dubbi sui tempi e le modalità con cui le autorità avrebbero avviato il processo di rientro dalle misure di stimolo. Dal momento che un importante contributo alla crescita nel 2009 è provenuto dal sostegno fiscale, si temeva che il suo venir meno potesse rallentare in misura significativa l'espansione economica futura. Inoltre, la divergenza fra i sentieri di crescita delle maggiori economie avanzate da un lato e delle altre economie – fra cui i principali mercati emergenti – dall'altro alimentava il timore per il possibile accumulo di squilibri che avrebbero potuto rivelarsi insostenibili, complicando ulteriormente la scelta delle modalità di rientro dallo stimolo monetario e fiscale. Nonostante il più rapido recupero della congiuntura in molti mercati emergenti, gli investitori prevedevano che in questi paesi la politica monetaria sarebbe rimasta permissiva finché la ripresa non si fosse consolidata anche nelle maggiori economie avanzate.

... e gli effetti delle divergenze di crescita tra le varie regioni

Di fronte a dati che confermavano l'avvio di una ripresa, seppure con ritmi assai disparati, l'attenzione è stata rivolta al pericolo di una inflazione crescente. Visti i tassi ufficiali ai minimi storici, il diffuso ricorso a misure non convenzionali di politica monetaria e lo straordinario stimolo fiscale, alcuni operatori di mercato hanno espresso forti timori riguardo ai rischi inflazionistici cui si sarebbe andati incontro. Nondimeno, gli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine mostrano che tali timori non erano condivisi dalla maggioranza, e che anzi a giudizio degli investitori le pressioni sui prezzi nelle principali economie avanzate sarebbero rimaste contenute. A fine novembre i tassi di inflazione di pareggio a 10 anni si collocavano in prossimità del 2% negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (grafico 3, diagrammi di sinistra e centrale). Inoltre, i corrispondenti tassi di pareggio depurati dei premi stimati per l'inflazione erano molti vicini alle aspettative medie di inflazione a lungo

L'inflazione appare contenuta nelle maggiori economie ...



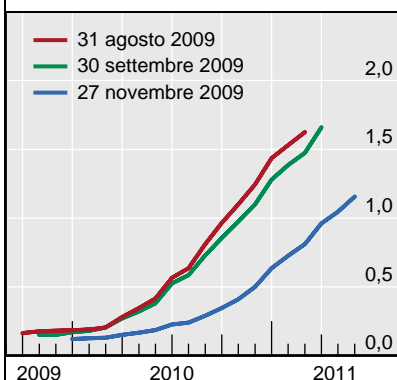
termine ricavate dalle indagini. Queste aspettative, a loro volta, continuavano a rimanere stabili sui livelli osservati negli ultimi anni. L'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a cinque anni per i cinque anni successivi, che non risente degli effetti dovuti alle aspettative di pressioni contenute sui prezzi nel breve periodo, è rimasta invariata nell'area dell'euro, mentre ha subito un leggero aumento negli Stati Uniti (grafico 3, diagramma di destra).

Essendo la ripresa economica ancora allo stadio iniziale, per lo meno nelle principali economie avanzate, e l'inflazione apparentemente contenuta in queste stesse economie, gli investitori si attendevano che per qualche tempo non sarebbe intervenuto alcun inasprimento della politica monetaria. In effetti, le aspettative sull'andamento futuro dei tassi ufficiali nelle tre maggiori economie avanzate, stimate dai tassi a termine impliciti, evidenziavano il permanere di tassi ufficiali bassi fino a 2010 inoltrato (grafico 4, diagrammi di sinistra e centrale). A sostegno di queste attese, le principali banche centrali hanno segnalato che non erano in progetto rialzi a breve termine dei tassi. In particolare, a metà novembre il Presidente della Federal Reserve faceva rilevare che taluni fattori avversi stavano rendendo la ripresa meno robusta di quanto sperato e che queste circostanze avrebbero presumibilmente giustificato "livelli eccezionalmente bassi del tasso sui *federal fund* per un protratto periodo di tempo". A seguito di tali dichiarazioni i rendimenti delle obbligazioni USA sono calati di 4-8 punti base lungo l'intero arco delle scadenze, facendo scendere quelli a due anni ai livelli più bassi da gennaio. Al tempo stesso, i prezzi delle opzioni sui futures sui *federal fund* indicavano un deciso calo della probabilità (neutrale rispetto al rischio) che nel primo semestre 2010 la Federal Reserve innalzasse la fascia obiettivo posta a 0-0,25% (grafico 4, diagramma di destra).

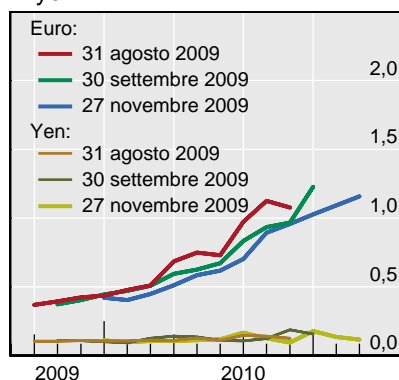
... e le banche centrali segnalano che i tassi ufficiali rimarranno bassi

Aspettative di politica monetaria

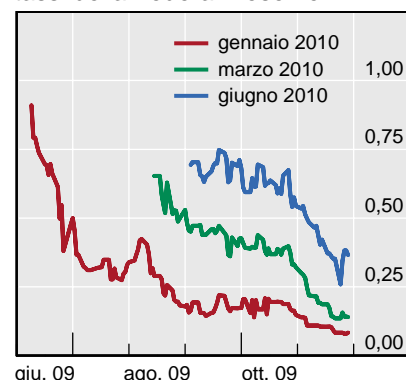
Futures sui *federal fund*



Tassi a termine OIS sull'EONIA e in yen¹



Probabilità implicite di un rialzo dei tassi della Federal Reserve²



¹ Tassi a un mese impliciti negli *overnight index swap*, in percentuale. ² Probabilità neutrali al rischio, desunte dalle opzioni, di un aumento del tasso obiettivo sui *federal fund* al di sopra dell'intervallo 0-0,25% a conclusione della riunione del FOMC del mese indicato.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

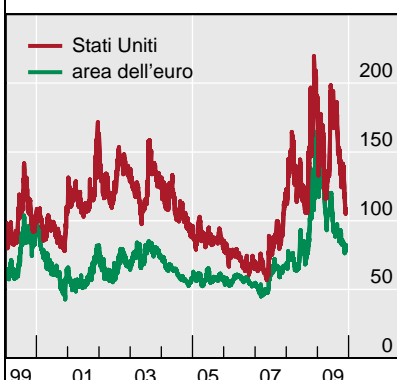
Grafico 4

L'incertezza sui tassi di interesse resta elevata ...

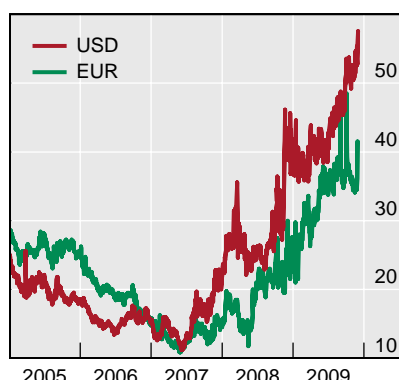
Mentre parevano esservi relativamente poche incertezze circa l'evoluzione dei tassi di interesse a breve, il quadro si presentava in certa misura diverso nel caso dei tassi a lungo termine. Pur essendo notevolmente calate rispetto ai picchi raggiunti al culmine della crisi, le volatilità implicite nelle *swaption* (opzioni su swap) restavano ancora leggermente al di sopra delle medie storiche (grafico 5, diagramma di sinistra). Ciò rispecchiava probabilmente il persistere di notevoli incertezze circa la fisionomia e l'intensità della ripresa economica, e i connessi rischi per le prospettive di inflazione nel lungo periodo, due fattori cruciali nel determinare i tassi di interesse a lunga. In alcuni mercati le incertezze sono state probabilmente alimentate anche dai

Volatilità implicite dei tassi di interesse e premi a termine

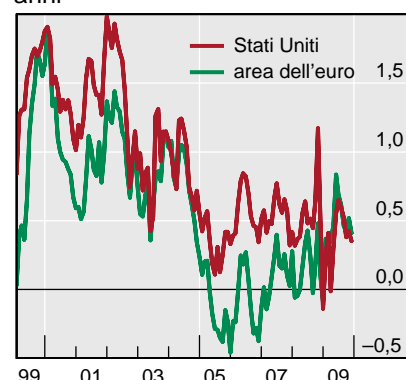
Volatilità implicita nelle *swaption*¹



Volatilità implicita nei *cap* al 7%²



Premi a termine nominali a dieci anni³



¹ Volatilità desunta dalle *swaption* a tre mesi sul tasso a dieci anni, in punti base. ² Volatilità desunta dai *cap* di tasso di interesse con scadenza a tre anni e tasso di esercizio (*strike*) del 7%. I *cap* di tasso di interesse sono strumenti derivati che corrispondono a un pagamento al detentore nel caso in cui il tasso di interesse sottostante (ad esempio un tasso *Libor*) superi un livello specificato (tasso *strike*). ³ Premi a termine nominali, in percentuale, basati sulle stime ricavate da una versione modificata del modello della struttura per scadenze descritto da P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the term structure of interest rates", *BIS Working Papers*, n. 228, maggio 2007.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 5

dubbi circa il possibile impatto del rientro dalle misure non convenzionali di politica monetaria, fra cui i programmi di acquisto definitivo di titoli del Tesoro.

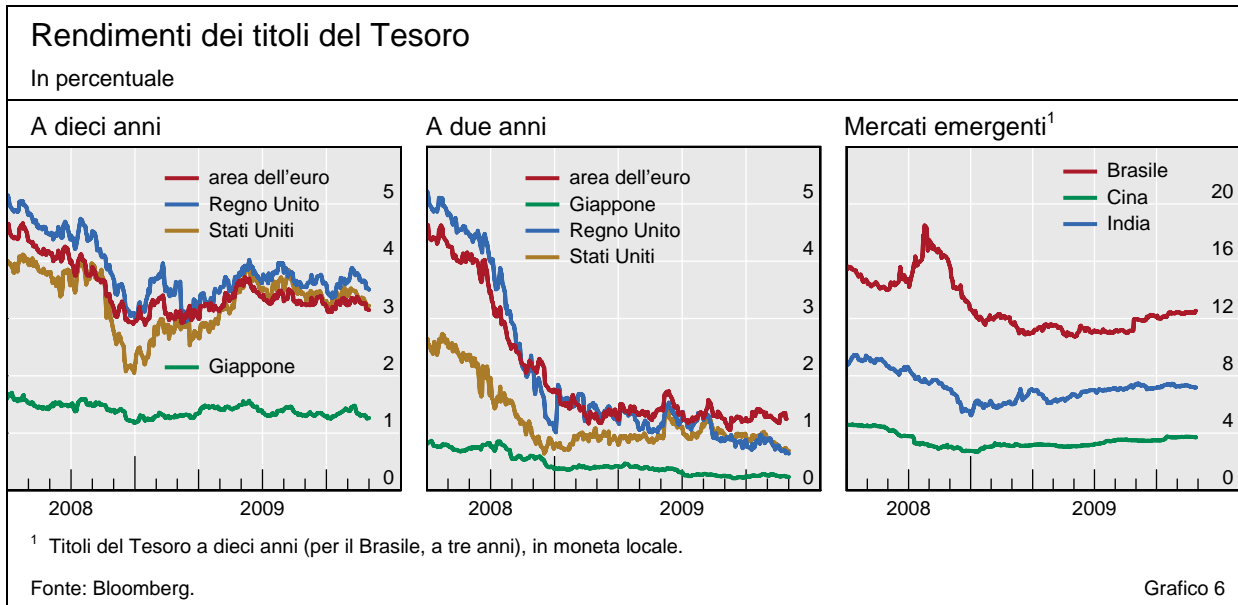
In particolare, gli operatori temevano la possibilità di un forte aumento dei rendimenti per l'effetto congiunto di una minore domanda e di una maggiore offerta di titoli obbligazionari, specie in alcune delle maggiori economie avanzate. Infatti, da un lato la domanda sarebbe verosimilmente calata in seguito alla prevedibile riduzione degli acquisti a opera delle banche centrali e delle banche private, che nel 2009 sono stati di entità ragguardevole. Dall'altro, ci si attendeva che in alcune economie l'offerta di titoli pubblici avrebbe raggiunto livelli record in conseguenza del massiccio stimolo fiscale, unito alle ridotte entrate tributarie. A ciò si aggiungeva la sensazione che il rischio di un brusco rialzo dei tassi stesse aumentando. Più specificamente, presso taluni investitori è sorto il timore che le banche centrali si sarebbero trovate a dover innalzare i tassi ufficiali ben più di quanto previsto qualora i prezzi nei mercati delle attività e dei prodotti avessero preso a salire a ritmi eccessivi. Le quotazioni dei derivati su tassi di interesse segnalavano che gli investitori si stavano coprendo da questa eventualità. Ad esempio, le volatilità implicite nei *cap out-of-the-money* (opzioni che generano un profitto allorché i tassi di interesse eccedono una certa soglia, ben superiore al livello corrente) hanno continuato ad aumentare nel caso dei tassi USA e sono rimaste relativamente elevate per i tassi sull'euro (grafico 5, diagramma centrale).

... specie in merito a un loro possibile rialzo ...

Nonostante la notevole incertezza circa i tassi di interesse futuri a lunga scadenza, le stime dei premi a termine incorporati nei rendimenti obbligazionari sono rimaste alquanto modeste in confronto ai valori degli scorsi anni (grafico 5, diagramma di destra). Per quanto sia normalmente lecito attendersi che tali premi risultino elevati in un contesto di forte incertezza, essi tendono tuttavia a diminuire allorché l'attività economica accelera. Altri fattori paiono inoltre aver contribuito a comprimere i premi stimati, come ad esempio la perdurante forte domanda di titoli di Stato da parte delle banche, impegnate a compensare il minor volume di credito e a ridurre la rischiosità dei rispettivi impieghi. In alcuni paesi questo effetto è stato probabilmente rafforzato dagli acquisti effettuati dalla banca centrale. In aggiunta a ciò, talora i premi a termine sono stati nuovamente spinti al ribasso dalla domanda dei titoli del Tesoro in quanto investimento rifugio, in particolare dopo l'annuncio di Dubai World, a fine novembre, di una richiesta di dilazione dei pagamenti a fronte del suo ingente debito (cfr. oltre).

... ma i premi a termine si mantengono bassi

Nell'insieme, i fattori sopradetti hanno concorso a mantenere su livelli bassi e relativamente stabili i rendimenti obbligazionari a lungo termine nelle maggiori economie avanzate fra inizio settembre e fine novembre (grafico 6, diagramma di sinistra). I rendimenti obbligazionari, che rappresentano il valore medio atteso dei tassi di interesse futuri a breve (più un premio a termine), sono rimasti contenuti, stante l'aspettativa che i tassi ufficiali avrebbero continuato a situarsi su livelli molto bassi ancora per qualche tempo. Questo effetto è risultato particolarmente evidente nel segmento a breve della curva dei rendimenti (grafico 6, diagramma centrale). Nel segmento a lunga vi hanno altresì contribuito fattori tendenti a limitare i premi a termine. Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato nei principali mercati emergenti sono



parimenti rimasti alquanto stabili, pur collocandosi su livelli superiori a quelli osservati nelle maggiori economie avanzate (grafico 6, diagramma di destra).

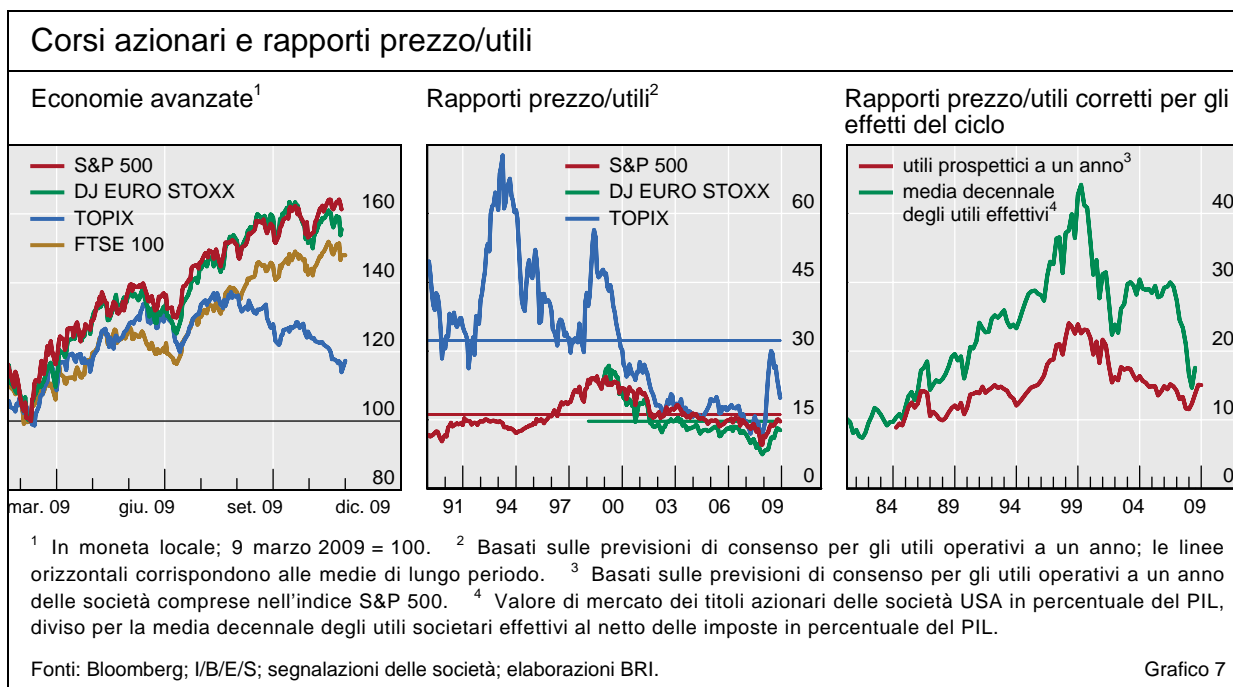
Prosegue la ripresa dei mercati azionari

L'andamento dei mercati azionari e creditizi mondiali fra gli inizi di settembre e l'ultima parte di novembre ha chiaramente rispecchiato il protratto stimolo monetario e fiscale a livello internazionale. Tuttavia, la volatilità di mercato ha segnato brevi rialzi temporanei in seguito alla pubblicazione di dati macroeconomici e alle dichiarazioni rilasciate dalle autorità riguardo all'orientamento futuro delle politiche; ciò fa ritenere che, nonostante la ripresa in atto, gli investitori continuassero a nutrire incertezza circa l'impatto che avrebbe avuto la rimozione dello stimolo monetario e fiscale sulla crescita economica mondiale.

In tale contesto, i mercati si sono allarmati allorché a fine novembre Dubai World, uno dei tre veicoli pubblici di investimento strategico del paese, ha annunciato inaspettatamente la richiesta di una sospensione dei pagamenti sul proprio debito mentre ne rinegoziava le scadenze. Gran parte dei listini azionari ha reagito perdendo vari punti percentuali, con cali particolarmente pronunciati nei mercati emergenti. I titoli delle banche e delle società che si riteneva fossero più esposte verso Dubai e il Medio Oriente hanno subito forti ribassi. Il premio sul *credit default swap* (CDS) a cinque anni riferito al debito sovrano di Dubai è salito di oltre 300 punti base, a più di 640 punti, e aumenti sostanziali si sono registrati anche per gli spread sui CDS sovrani dell'intero Medio Oriente.

La ripresa della crescita economica, il livello eccezionalmente basso dei tassi ufficiali in tutto il mondo e lo stimolo fiscale impartito nelle principali economie avanzate hanno continuato a sostenere il recupero dei mercati azionari internazionali dalla crisi, che si è fatto tuttavia meno incalzante (grafico 7, diagramma di sinistra). Nel periodo in rassegna l'indice S&P 500 è salito di oltre il 9%, il Dow Jones EURO STOXX di quasi il 5% e l'FTSE 100 del

I bassi tassi ufficiali continuano a sostenere il recupero dei mercati azionari



9%. Il mercato giapponese ha seguito a rappresentare un'eccezione di rilievo: a fine periodo l'indice TOPIX risultava infatti sceso di quasi il 17% per effetto del calo delle esportazioni e di utili societari inferiori alle attese. Quest'ultimo fattore ha trovato riflesso nelle revisioni delle previsioni sugli utili delle società giapponesi, divenute meno ottimistiche a partire da settembre. Il rapporto prezzo/utigli dei titoli nipponici è rimasto ben al disopra dei valori osservati negli ultimi 5-10 anni (grafico 7, diagramma centrale). Per contro, nei mercati statunitensi ed europei le valutazioni azionarie appaiono ancora in linea con i rispettivi livelli di più lungo periodo e, nel caso degli Stati Uniti, anche con i rapporti prezzo/utigli corretti per gli effetti del ciclo (grafico 7, diagramma di destra).

Gli investitori azionari hanno continuato a seguire con attenzione la pubblicazione dei dati macroeconomici. Le quotazioni azionarie sono aumentate sulla scia di un flusso costante di notizie macroeconomiche che confermavano il ritorno a una crescita positiva delle principali economie nel terzo trimestre. Si sono osservati rialzi anche dopo le dichiarazioni di metà novembre del Presidente della Federal Reserve, le quali lasciavano intendere che i tassi ufficiali sarebbero rimasti su livelli contenuti ancora per qualche tempo. Tuttavia, i mercati hanno anche reagito negativamente agli annunci di dati deludenti, che in alcuni casi hanno destato preoccupazione per gli effetti dell'aumento della disoccupazione e per i consumi e la capacità di servizio del debito ipotecario delle famiglie. Tali reazioni concordavano con i commenti degli osservatori di mercato, che indicavano come gli investitori stessero divenendo sempre più irrequieti di fronte al possibile impatto di un inasprimento delle politiche monetarie e di bilancio a livello mondiale.

L'incertezza riguardo alla solidità della ripresa nelle principali economie avanzate ha trovato riscontro anche nell'andamento delle volatilità implicite desunte dalle opzioni azionarie. Dopo un protratto periodo di calo dai massimi storici toccati durante la crisi, tali volatilità sono tornate brevemente ad

Gli investitori sono attenti alle notizie macroeconomiche positive ...

... in un clima di incertezza riguardo alla ripresa statunitense

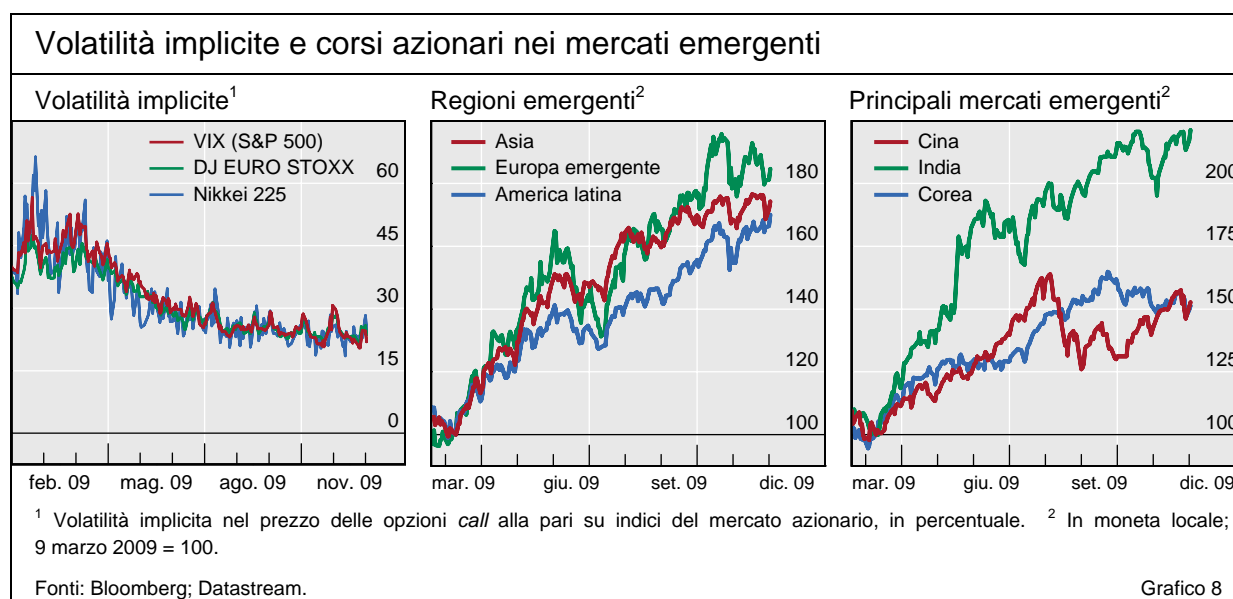
aumentare verso la fine di ottobre, quando gli investitori si sono trovati di fronte a un insieme eterogeneo di annunci positivi sugli utili e di notizie negative sui mercati del lavoro e degli immobili residenziali negli Stati Uniti (grafico 8, diagramma di sinistra). Le volatilità sono nuovamente diminuite a seguito del comunicato rilasciato agli inizi di novembre dai ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G20, che concordavano “di mantenere il sostegno finché la ripresa non fosse accertata”.

Aumentano le quotazioni azionarie nei mercati emergenti

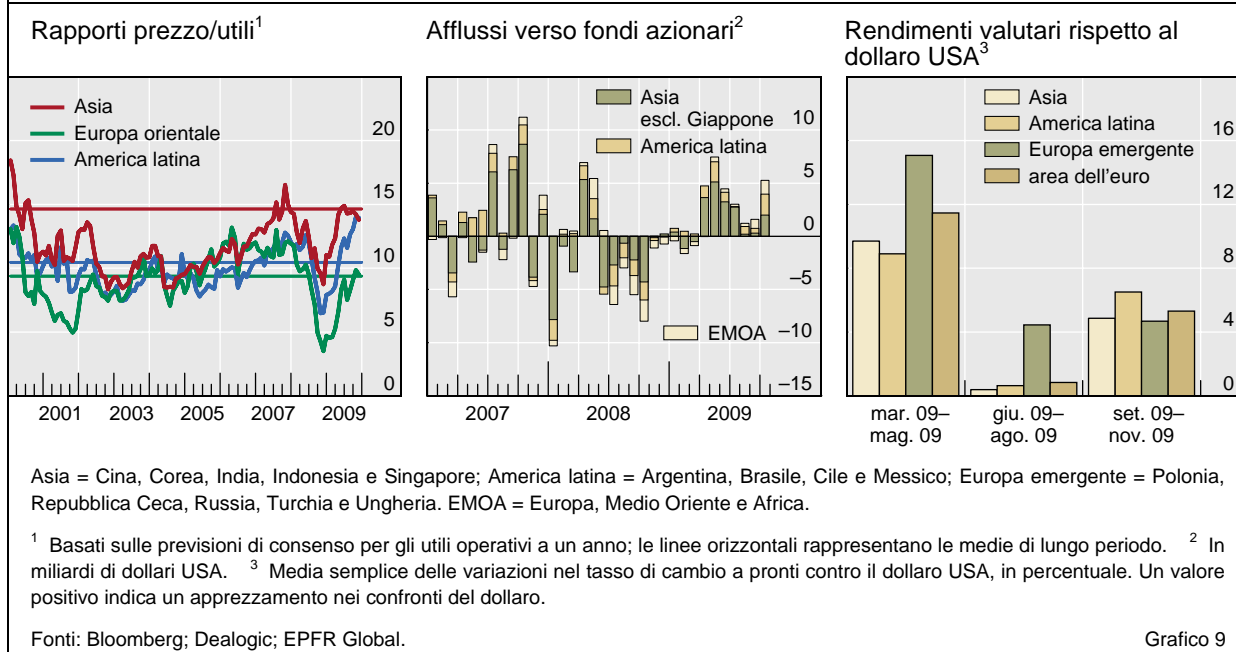
I tassi ufficiali ai minimi storici nelle principali economie avanzate e gli andamenti divergenti della crescita fra tali economie e quelle emergenti hanno continuato ad alimentare l'afflusso positivo di capitali verso queste ultime. Di conseguenza, le quotazioni azionarie nei mercati emergenti sono cresciute in misura ancora maggiore di quelle delle economie avanzate (grafico 8, diagrammi centrale e di destra), anche per effetto del rincaro delle materie prime. Fra gli inizi di settembre e la fine di novembre i listini azionari asiatici hanno guadagnato in media quasi il 5%, e nel caso della Cina gli aumenti hanno abbondantemente superato il 15%. Anche nell'Europa emergente le quotazioni sono cresciute, di circa il 10%, con incrementi di oltre il 15% in Russia. Infine, le borse dell'America latina hanno chiuso il periodo in rialzo del 17% circa. Malgrado la rapida ascesa dei corsi azionari, tuttavia, l'aumento degli utili ha fatto sì che i rapporti prezzo/utili di molti titoli dei mercati emergenti rimanessero in linea con i livelli di più lungo periodo (grafico 9, diagramma di sinistra).

Gli afflussi di capitali causano apprezzamenti dei tassi di cambio e rialzi dei prezzi delle attività

Oltre agli afflussi di capitali, il livello storicamente basso dei tassi ufficiali nelle principali economie avanzate ha alimentato anche le operazioni di *carry trade* in valuta, che in varie economie emergenti hanno portato a un apprezzamento considerevole del tasso di cambio e a rialzi dei prezzi delle attività (grafico 9). Negli ultimi mesi tali andamenti sono divenuti fonte di preoccupazioni significative per quanto concerne sia le esportazioni sia la stabilità finanziaria. Essi hanno ad esempio indotto il Brasile a introdurre una tassa del 2% sugli investimenti di portafoglio dall'estero. In altri paesi, fra cui



Mercati emergenti: rapporti prezzo/utigli, afflussi di capitali e rendimenti valutari

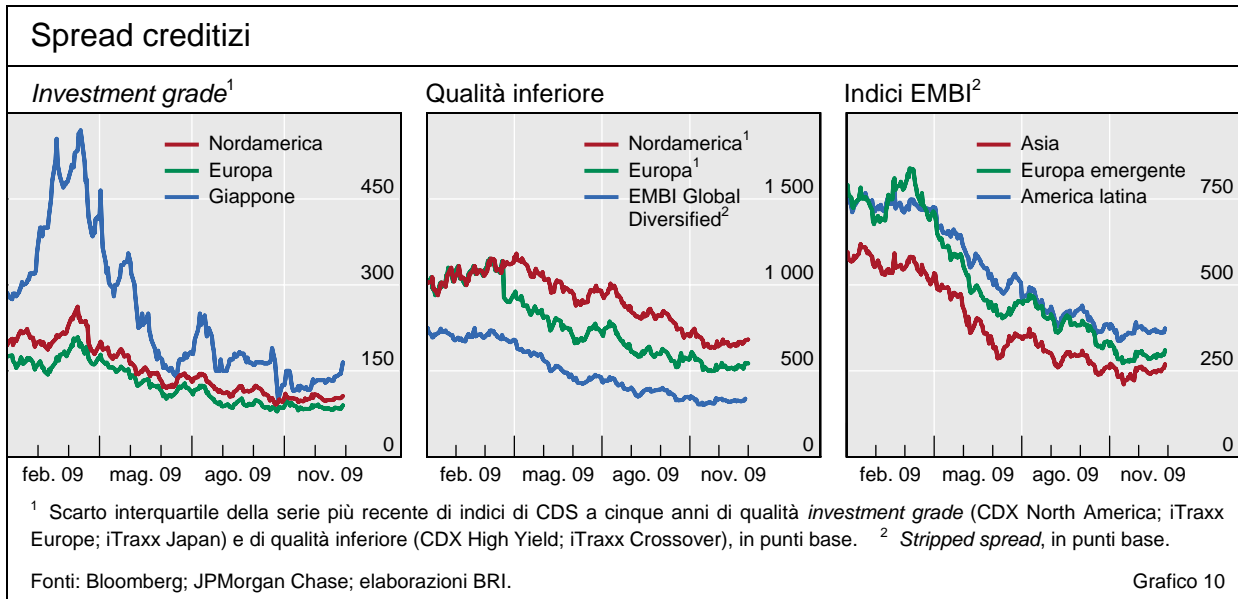


Corea, India, Indonesia e Taipei Cinese, le autorità hanno indicato che avrebbero preso in considerazione l'adozione di misure di contenimento degli afflussi di capitali. Verso la fine di novembre la rupia indonesiana ha accusato una flessione allorché la banca centrale ha dichiarato che stava contemplando l'introduzione di provvedimenti volti a ridurre gli investimenti esteri in titoli del debito pubblico a breve termine allo scopo di arrestare gli afflussi di natura speculativa. Questo episodio ben evidenzia le inquietudini degli investitori rispetto alla volontà e alla capacità dei *policymaker* nei mercati emergenti di limitare gli afflussi di capitali al fine di prevenire ulteriori apprezzamenti del tasso di cambio e delle attività.

Continua la normalizzazione dei mercati creditizi

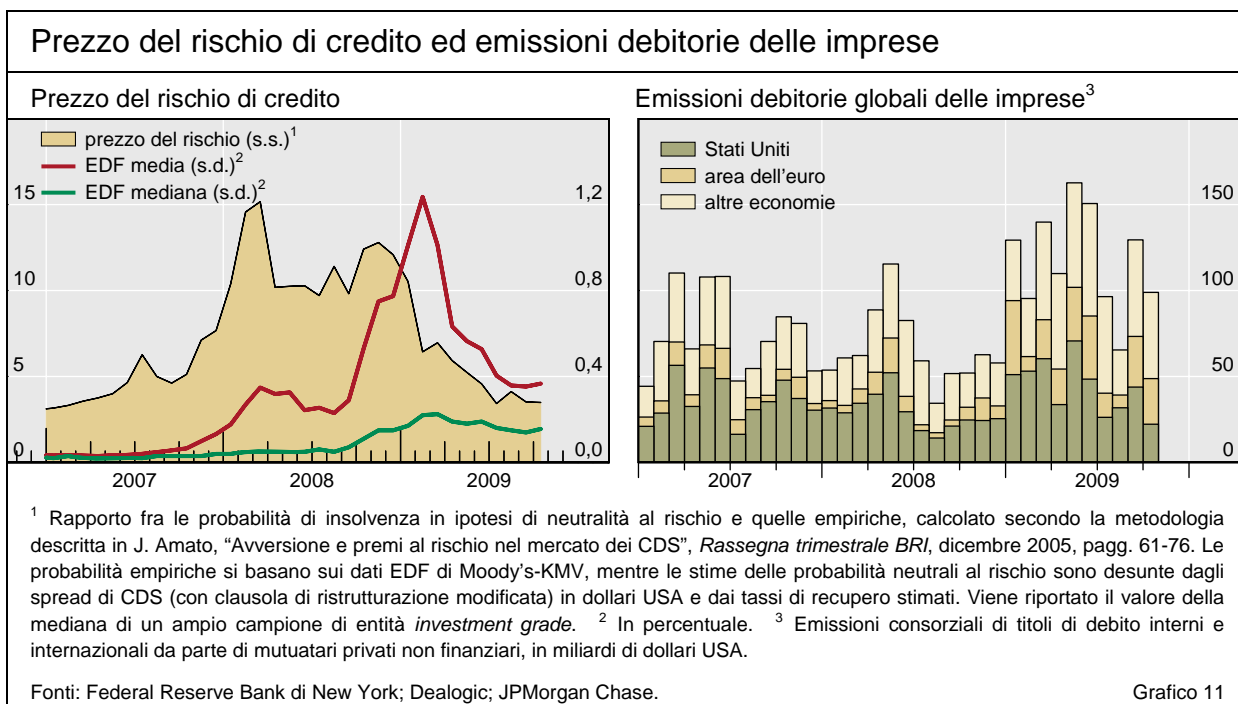
Nel periodo in esame è proseguita la normalizzazione dei mercati creditizi e nelle economie avanzate i differenziali di rendimento nel segmento *investment grade* sono rimasti relativamente stabili. Negli Stati Uniti tali differenziali si sono ristretti di 25 punti base, mentre in Europa e in Giappone non hanno segnato variazioni di rilievo (grafico 10, diagramma di sinistra). Nel comparto di qualità inferiore, tuttavia, gli spread hanno continuato ad assottigliarsi, registrando cali di 140 e 70 punti base circa rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa e di 55 punti base circa nel caso dell'indice EMBI Global Diversified (grafico 10, diagramma di destra). Anche nei mercati emergenti gli spread creditizi sono nuovamente diminuiti, segnando riduzioni di quasi 30 punti base in Asia, 75 punti circa in Europa e oltre 60 punti in America latina (grafico 10, diagramma di destra). Analogamente, è altresì proseguita la tendenza calante del prezzo del rischio di credito desunto dal mercato, che tuttavia non è sceso al disotto del livello pre-crisi (grafico 11, diagramma di sinistra).

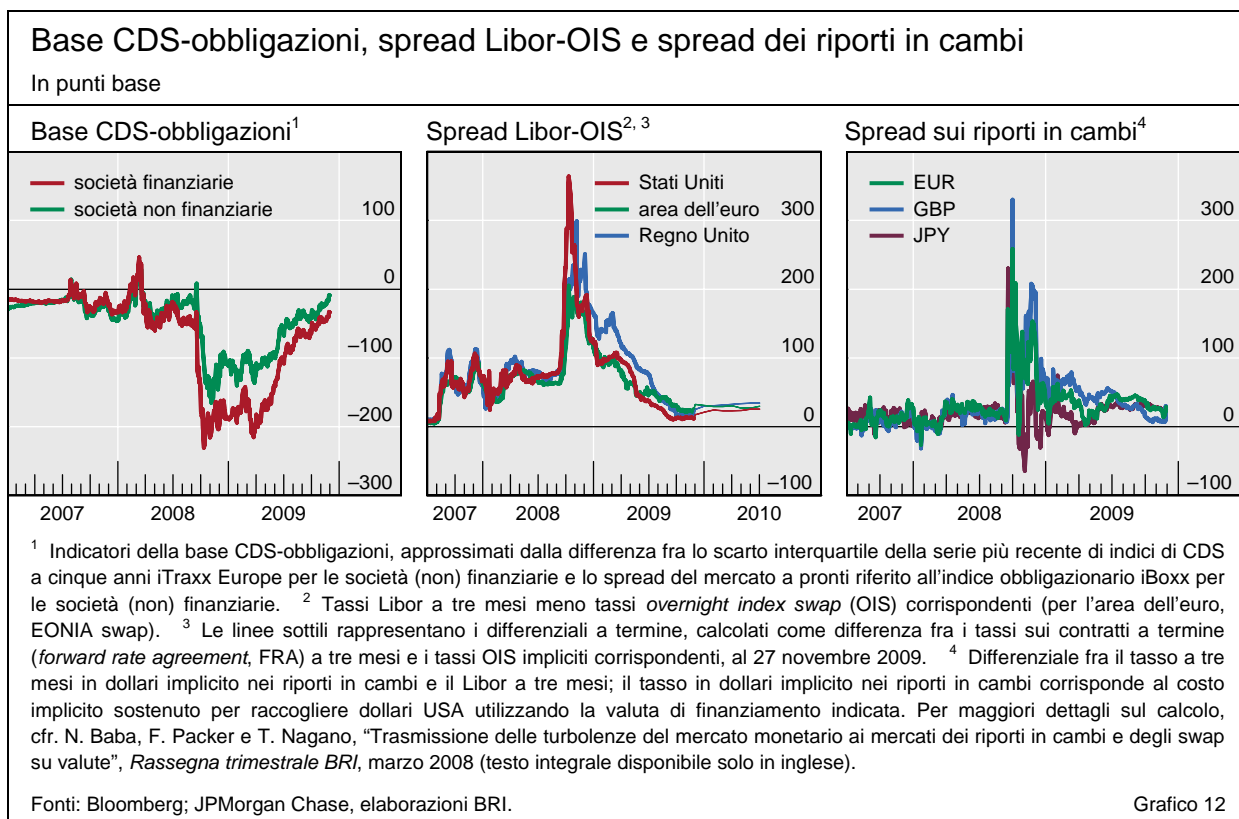
Prosegue la normalizzazione dei mercati creditizi ...



... con il miglioramento delle condizioni di mercato

Ulteriori segnali del ritorno a una maggiore normalità delle condizioni nei mercati creditizi sono provenuti dalle emissioni di obbligazioni societarie (grafico 11, diagramma di destra; cfr. anche il capitolo “Aspetti salienti dell’attività bancaria e finanziaria internazionale” in questo numero della *Rassegna trimestrale BRI*) e dall’aumento dei collocamenti di *commercial paper* da parte delle società finanziarie USA. Per contro, il credito bancario alle imprese non finanziarie ha continuato a contrarsi nel Regno Unito, negli Stati Uniti e nell’area dell’euro. In quest’ultima economia il miglioramento delle condizioni nei mercati creditizi ha indotto vari membri del Consiglio direttivo della BCE ad affermare che le operazioni di rifinanziamento a un anno con piena aggiudicazione dell’importo introdotte durante la crisi avrebbero potuto essere presto sospese nell’ambito della rimozione graduale delle misure di





emergenza adottate a sostegno della liquidità. La BCE ha inoltre annunciato che, a partire dal marzo 2011, per poter essere stanziati in garanzia, gli *asset-backed securities* dovranno aver ricevuto un rating non inferiore ad A da almeno due agenzie esterne di valutazione del merito di credito riconosciute.

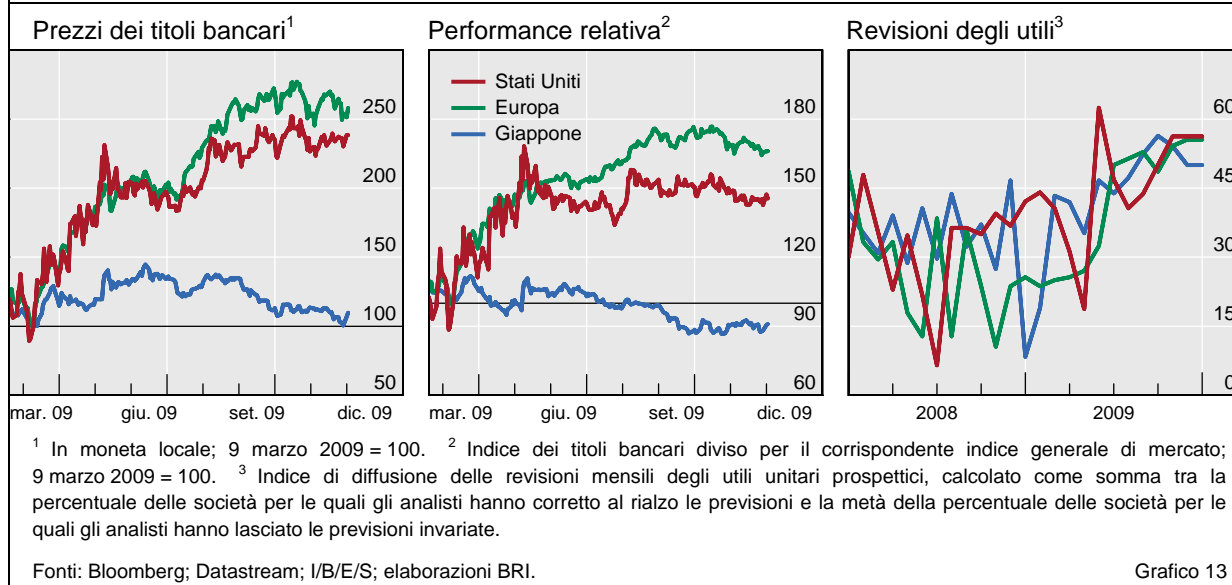
Si sono inoltre avute chiare indicazioni del fatto che a fine novembre le disfunzioni osservate nei mercati creditizi internazionali durante la crisi erano sostanzialmente scomparse. I differenziali di spread fra le obbligazioni a pronti e i corrispondenti CDS erano ritornati su livelli analoghi a quelli antecedenti la crisi, almeno nel caso dei mutuatari non finanziari (grafico 12, diagramma di sinistra). Gli spread Libor-OIS, comunemente utilizzati come indicatore delle tensioni nei mercati creditizi a breve termine, si erano riportati dal canto loro su valori appena superiori (grafico 12, diagramma centrale). Infine, i differenziali sui riporti in cambi risultavano ridiscesi ai livelli pre-crisi (grafico 12, diagramma di destra).

Le banche continuano nell'opera di risanamento dei bilanci

Le azioni bancarie hanno messo a segno nuovi guadagni nel periodo in rassegna, almeno in Europa e negli Stati Uniti (grafico 13, diagramma di sinistra). Ciò nonostante, in entrambe le economie esse hanno perso terreno rispetto all'andamento generale del mercato, rimanendo su valori notevolmente inferiori a quelle pre-crisi. I corsi dei titoli bancari giapponesi sono leggermente diminuiti negli ultimi mesi, sia in termini assoluti, sia in relazione all'indice generale di mercato (grafico 13, diagramma centrale).

Le quotazioni azionarie dei titoli bancari seguono l'andamento del mercato

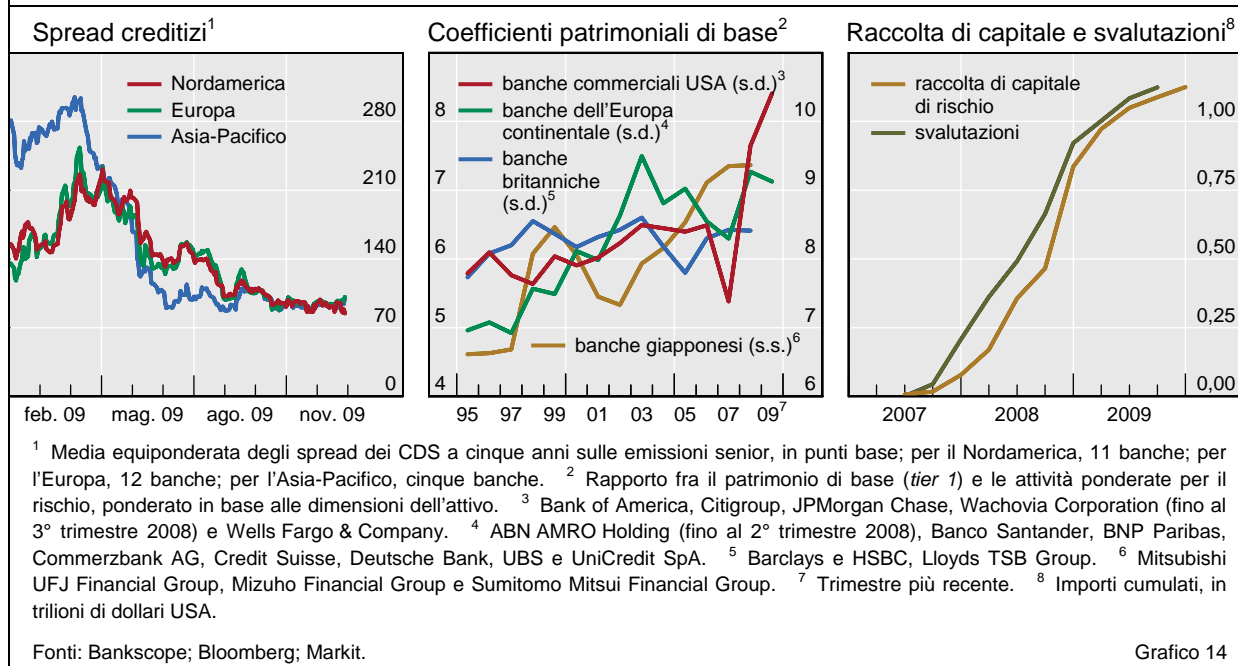
Corsi azionari e revisioni degli utili bancari



Gli spread creditizi delle banche calano con il progressivo risanamento dei bilanci

Coerentemente con l'evoluzione del mercato nel suo complesso, gli spread creditizi delle banche si sono ulteriormente ristretti, di riflesso al miglioramento degli utili e al proseguimento delle iniziative volte a rafforzare le posizioni patrimoniali (grafico 14, diagrammi di sinistra e centrale). Dopo le considerevoli emissioni azionarie delle banche statunitensi nella prima metà dell'anno, anche molte banche europee si sono rivolte al mercato per accrescere il proprio capitale. In questo modo, l'ammontare totale di capitale raccolto ha infine eguagliato quello delle svalutazioni (grafico 14, diagramma di destra). I coefficienti patrimoniali di base (*tier 1*) sono aumentati di circa 1 punto percentuale nei primi undici mesi del 2009. In tale contesto è

Spread creditizi, coefficienti patrimoniali e svalutazioni



particolarmente degna di nota l'ingente emissione effettuata da Lloyds Banking Group verso la fine di novembre. L'istituto bancario, il cui bilancio aveva risentito dell'acquisizione di HBOS lo scorso anno, ha collocato nuovi titoli azionari con uno sconto di quasi il 60% rispetto al prezzo di mercato, raccogliendo £13,5 miliardi. Lloyds Banking Group è stata inoltre la prima banca a emettere *contingent convertible bond* (altresì noti come CoCo o *enhanced capital note*), ossia titoli di debito che vengono automaticamente convertiti in azioni qualora il coefficiente patrimoniale di base dell'emittente scenda al disotto di un livello prefissato. Il concetto di capitale contingente ha attratto notevole attenzione negli ultimi mesi, ma resta ancora da vedere se altre banche decideranno di emettere titoli analoghi.