

interbancari privi di garanzia e quelli con garanzia sino: lo spread si era attestato ad un punto percentuale negli Stati Uniti e allo 0.6% sull'Area Euro.

Nell'agosto 2007, le banche centrali si apprestavano tempestivamente a mosse concertate per far fronte alla situazione di illiquidità del mercato monetario. La BCE e la Federal Reserve (FED) effettuavano più immissioni di liquidità nel sistema finanziario. Al contrario la Banca d'Inghilterra non aveva adottato alcuna misura eccezionale; agli inizi di settembre, di fronte al peggioramento della situazione monetaria, la costringeva ad offrire una quantità maggiore di liquidità rispetto a quella programmata. Il 14 settembre, a causa di mancanza di liquidità la Northern Rock era prossima a dichiarare al fallimento; il Tesoro Britannico, la Banca d'Inghilterra e la Financial Services Authority dovevano intervenire per accordare un'erogazione di fondi straordinari.

Sul fronte delle materie prime, il petrolio raggiungeva a fine settembre nuovi massimi; contribuivano al rialzo, l'elevata domanda mondiale, le notizie sul calo delle riserve petrolifere negli Stati Uniti e le tensioni geopolitiche in Medio Oriente.

Nel corso dell'ultimo trimestre del 2007, l'economia mondiale mostrava segni di rallentamento. Già a partire da agosto gli analisti avevano rivisto a ribasso le previsioni di crescita per l'economia mondiale a causa della crisi dei sub-prime ed al rischio che i finanziamenti per le famiglie e le imprese avrebbero subito un significativo inasprimento. Bisognava anche aggiungere che a frenare i consumi contribuiva il rialzo dell'inflazione. Oltre all'aumento del prezzo del petrolio, causato da un incremento della domanda da parte dei paesi emergenti, si assisteva all'incremento dei prezzi di alcune materie prime alimentari come cereali, carne e latticini. A partire da ottobre le tensioni finanziarie si riacutizzavano a causa del peggioramento delle condizioni nel settore immobiliare, alla revisione del rating di strumenti legati ai mutui e all'annuncio di ingenti svalutazioni da parte degli istituti finanziari che avevano di conseguenza peggiorato la loro solidità finanziaria.

A partire da novembre, a causa della continua tensione sui mercati monetari, le banche centrali avevano più volte deciso di intervenire rifinanziando anche a scadenze più lunghe; a partire da dicembre la Federal Reserve, la BCE e la Banca d'Inghilterra, assieme alle banche canadese e svizzera, avevano attuato un'azione coordinata per soddisfare la domanda di liquidità in dollari da parte delle banche europee. Inoltre, la Federal Reserve, dopo il taglio dei tassi di settembre, aveva deciso di ridurli ulteriormente di mezzo punto percentuale in due sedute quella di fine ottobre e quella dell'11 dicembre. Diverso è stato l'approccio della BCE che

aveva deciso di lasciare inalterati i tassi a causa del rischio d'inflazione, anche se le continue immissioni di liquidità avevano contribuito ad abbassare i tassi interbancari.

Mercato azionario

Per il mercato borsistico americano il 2007 si chiude, nonostante tutto, con un leggero apprezzamento, purtroppo penalizzato dall'effetto cambio nei confronti dell'euro.

Dopo la moderata crescita dei corsi azionari mondiali in gennaio, nel mese di febbraio e marzo si era assistito ad una significativa correzione che ha riportato i prezzi a novembre 2006. Le borse maggiormente penalizzate sono state quelle asiatiche ed in particolare la borsa di Shanghai; la causa principale era da attribuire alla notizia del rallentamento dell'economia statunitense. Ad alimentare le incertezze sui mercati finanziari si aggiungevano le notizie di un imminente dissesto di una delle principali società finanziaria specializzata nell'erogazione di mutui ipotecari sub-prime.

Nel secondo trimestre, in particolare in aprile e maggio, si è assistito ad un recupero dei corsi azionari mondiali, registrando nel mese di giugno una presa di beneficio. Gli operatori, cautamente concentravano l'operatività nel breve periodo, smobilizzando – successivamente – gli asset azionari per la crescente incertezza sulle prospettive del ciclo economico e sulle voci di crisi di due hedge fund.

Nel terzo trimestre, il mercato azionario beneficiava di un rallentamento dell'incertezza; improvvisamente, dopo un breve periodo di calma apparente, tra il 19 luglio e il 16 agosto le principali borse mondiali registrarono marcate correzioni storicamente paragonabili, "nella velocità della correzione", ai grandi crack finanziari della storia borsistica (circa -12%). La crisi dei sub-prime si stava allargando a macchia d'olio, "infettando" settori apparentemente immuni. A partire dalla seconda metà di settembre, gli affannosi interventi volti a ridurre i tassi ufficiali sconto da parte della Federal Reserve, hanno consentito ai mercati azionari di reagire alle massicce vendite e al panico estivo.

Dalla metà di ottobre sino alla fine di dicembre, le borse mondiali registravano delle consistenti svalutazioni: mediamente oltre dell'8%. Tra i settori maggiormente colpiti si segnalano ovviamente il finanziario e il bancario, ma risultava difficile trovare settori immuni.



Mercato obbligazionario

Nel primo trimestre del 2007 a causa dei timori sulla crescita dell'economia mondiale, gli investitori avevano preferito gli asset meno rischiosi con l'effetto di ridurre i rendimenti dei titoli di Stato sia dell'area euro che quelli statunitensi.

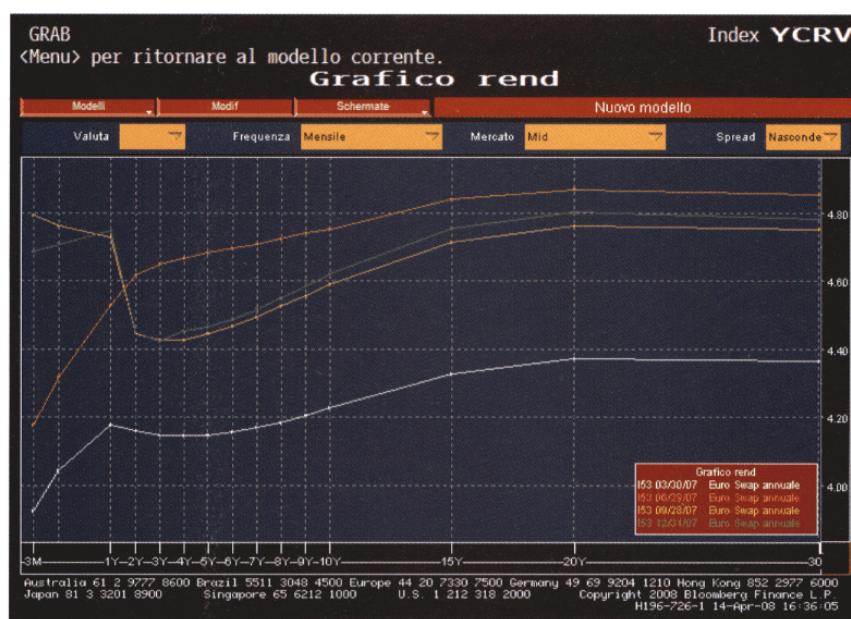
Erano invece cresciuti i premi a rischio sulle obbligazioni societarie ed in particolare sulla classe high yield; lo stesso effetto si era avuto sulle obbligazioni dei paesi emergenti.

Nel secondo trimestre, grazie al buon andamento dei mercati finanziari (fino a maggio), i rendimenti dei titoli di Stato erano cresciuti in tutte le aree. La permanenza dell'incertezza economica aveva, comunque, incrementato il differenziale dei rendimenti dei titoli obbligazionari ad alto rischio rispetto a quelli statali.

Nel terzo trimestre, la crisi di liquidità aveva spinto gli investitori a preferire asset meno rischiosi (fly to quality) come i titoli di Stato, facendone ridurre i rendimenti ed aumentando gli spread rispetto alle emissioni private. A partire da settembre con la riduzione dei tassi e le continue immissioni di liquidità tale effetto si era ridotto anche se gli spread erano rimasti elevati.

Nel quarto trimestre, gli investitori ribilanciavano i portafogli prediligendo non solo asset meno rischiosi e ma prevalentemente più liquidi. Ciò aveva causato una riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato ed un aumento del differenziale rispetto ai titoli societari; tale effetto era stato più marcato per il settore finanziario.

Molto particolare è stato l'andamento dei tassi interbancari; infatti il tasso euribor a 3 mesi, parametro delle emissioni corporate ma anche dei mutui retail, nell'anno 2007 ha registrato un andamento assolutamente insolito raggiungendo sia i rendimenti (4,9%) assoluti non visti dal 2001 che spread sui titoli di Stato mai registrati.



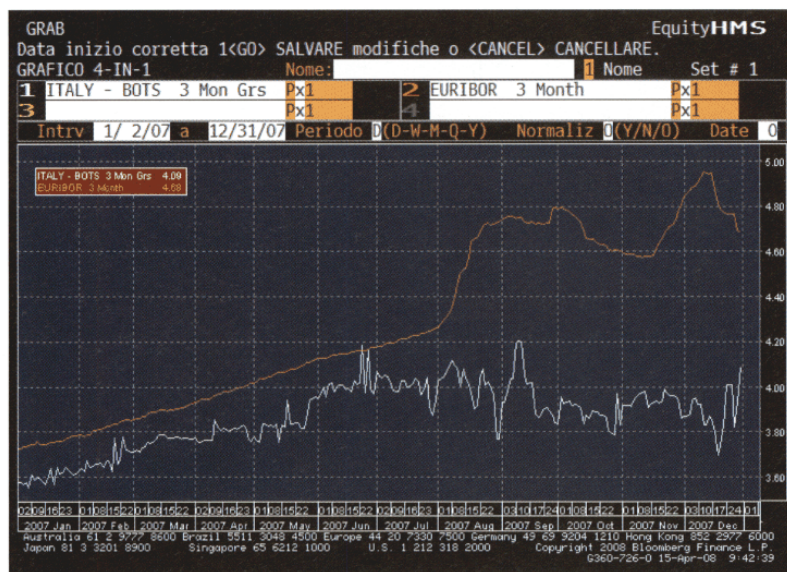
Andamento della curva dei rendimenti dei CMS

Fonte Bloomberg



Andamento del tasso euribor 3 mesi

Fonte Bloomberg



Confronto tasso euribor 3 mesi contro Bot 3 mesi

Fonte Bloomberg

Cambi

Il cambio euro dollaro nel primo trimestre del 2007 non aveva subito significative variazioni. Diverso è il comportamento dello yen rispetto alle altre valute; il tasso di cambio dopo un leggero apprezzamento nei primi mesi dell'anno, aveva registrato un brusco apprezzamento dovuto alla chiusura di operazioni speculative di carry trade. Tale metodologia di speculazione, tipica degli hedge fund, prevede la possibilità per un operatore di indebitarsi per un dato ammontare nella valuta di un paese in cui i tassi d'interesse sono relativamente bassi e convertire tale ammontare nella valuta di un paese in cui i tassi d'interesse sono relativamente elevati. Il pericolo è che una chiusura delle posizioni di carry trade possa aumentare la volatilità dei tassi di cambio. Ciò dipende dalle posizioni aperte, la cui misura è difficilmente quantificabile in quanto molte transazioni avvengono over the counter (ciò che si era verificato con il cambio dollaro yen).

Anche nel secondo trimestre il cambio euro dollaro rimaneva stabile, mentre il dollaro si apprezzava nei confronti dello yen, riflettendo specularmente l'apertura di posizioni speculative di tipo carry trade.

A partire dagli inizi di luglio, la valuta statunitense si deprezzava nei confronti dell'euro, sino a raggiungere quota 1,38; dopo un temporaneo apprezzamento nella prima metà di agosto, il cambio si era ulteriormente deprezzato attestandosi a oltre quota 1,4.