



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2008

Autori del presente rapporto sono: Giacomo Vaciago (Introduzione), Domenico Delli Gatti e Giovanni Verga (cap. 1), Alberto Banfi, Francesca Pampurini, Alberto Schiavi e Gianfranco Venuti (cap. 2), Luigi Ruggerone, Marco Zaninelli e Davidia Zucchelli (cap. 3). Ha collaborato: Giovanni Barone.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Elisabetta Scansani e Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 25 giugno 2008.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (responsabile), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE – IL PEGGIO E’ PASSATO ...	pag. 1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	pag. 3
1. Spettri vecchi e nuovi incubi	3
2. USA: la recessione (ancora) non c’è	9
3. L’andamento del ciclo nell’Eurozona	14
4. Le previsioni per il 2008-2009	15
5. L’evoluzione della liquidità e la politica monetaria della Fed	18
6. Gli interventi a favore dei mutuatari	24
7. Gli interventi regolatori sugli intermediari	27
8. Tassi e liquidità nella zona-Euro	29
9. Una sintesi	38
2 – LE RECENTI TENDENZE NEI MERCATI FINANZIARI	40
1. Il sistema bancario internazionale	41
2. I mercati obbligazionari	45
3. I mercati azionari	47
3 – IL BRASILE E IL SUO SISTEMA BANCARIO	50
1. Dalla stabilizzazione alla crescita	50
2. Rivoluzione ed evoluzione del sistema bancario	60
3. Il sistema bancario brasiliano all’inizio del nuovo millennio	62
4. Una valutazione della stabilità del sistema bancario	66
5. Conclusioni	69

2. LE RECENTI TENDENZE NEI MERCATI FINANZIARI ♦

La situazione finanziaria mondiale sta scontando gli effetti della fase critica che ha avuto inizio l'estate scorsa. Il fortissimo sviluppo della finanza strutturata aveva incentivato gli intermediari finanziari ad incrementare la quantità di credito a parità di capitale investito, contribuendo *de facto* ad aumentare fortemente la quantità di rischio complessivamente assunto. Una volta scoppiata, la crisi ha generato ripercussioni globali più contenute di quanto originariamente temuto, anche grazie al contributo alla crescita mondiale fornito dalle economie emergenti.

La visione di *consensus* attualmente prevalente tra gli operatori assume che i paesi di nuova industrializzazione potranno superare la fase di rallentamento americana solo se quest'ultima non sarà duratura; nel breve termine la loro domanda interna dovrebbe riuscire a compensare un rallentamento dell'*export*. In particolare, i mercati emergenti potranno proseguire nella loro crescita e sostenere la congiuntura mondiale se il rallentamento americano sarà di tipo “V shape” (rallentamento economico seguito da una pronta ripresa). Al contrario, qualora il rallentamento USA si rivelasse di tipo “U shape” oppure “W shape” (rallentamento economico seguito da una prolungata fase di stagnazione, se non addirittura da un secondo crollo), la situazione per gli stessi emergenti – oltre che per il sistema economico e finanziario globale – sarebbe decisamente più complicata.

A livello globale i dati più recenti mostrano aspettative in relativo miglioramento che interpretano positivamente la pur limitata

crescita che l'economia statunitense ha mostrato nella prima parte dell'anno.

La crisi delle obbligazioni strutturate ormai divenute illiquide continua a pesare sul bilancio delle istituzioni creditizie internazionali.

Tale fenomeno ha generato importanti minusvalenze nei conti economici delle banche (TAB. 1), che hanno richiesto e tuttora richiedono consistenti aumenti di capitale per ricostituire l'*equity base*.

TAB. 1: Entità delle perdite/svalutazioni (valori in miliardi di dollari, valutazione al mese di maggio 2008)

	Svalutazioni	Perdite	Totale
Citigroup	35,3	5,6	40,9
UBS	38,2		38,2
Merrill Lynch	31,7		31,7
RBS	15,2		15,2
BOA	9,2	5,7	14,9
Morgan Stanley	12,6		12,6
HSBC	3,0	9,4	12,4
JPM	0,5	4,2	9,7
Credit Suisse	9,0		9,0
Wash. Mutual	0,3	8,0	8,3
Deutsche Bank	7,6		7,6
Wachovia	4,6	2,4	7,0
Credit Agricole	6,4		6,4
HBOS	5,9		5,9
Sogen	4,0		4,0
Fortis	3,7		3,7
Dresdner	3,4		3,4
Wells Fargo	0,6	2,7	3,3
Lehman	3,3		3,3
Barclays	3,2		2,0
WestLB	3,2		3,2
Bear Stearns	3,2		3,2
Goldm	3,0		3,0
ABN	2,4		2,4
BNP Par.	1,3		1,6
UniCredit	1,5		1,5
Lloyds TSB	1,3		1,3
Commerz	1,3		1,3

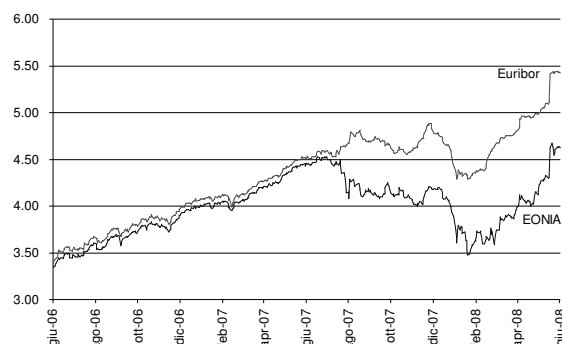
Le difficoltà delle banche nel reperire risorse hanno generato tensione nei tassi del mercato

♦ A cura di Alberto Banfi, Francesca Pampurini, Alberto Schiavi e Gianfranco Venuti.

interbancario per le scadenze fino a 12 mesi. In Europa l'Euribor a 3 mesi si è portato attorno al 5%, nonostante le autorità monetarie abbiano mantenuto stabili i tassi ufficiali ed abbiano fornito abbondante liquidità al mercato.

A conferma delle tensioni presenti sul mercato, lo *spread* Euribor-Eonia, solitamente su livelli minimi, si è notevolmente allargato fino a 60 bps (FIG. 1). Il tasso Eonia sconta un livello di rischio contenuto, viceversa l'Euribor, che riflette le politiche di *funding* delle banche, evidenzia un grado di rischio crescente. Tale andamento evidenzia difficoltà da parte delle banche a “prestare” fondi, a causa delle preoccupazioni sulla qualità/solvibilità dei debitori.

FIG. 1: Tassi Euribor ed EONIA



Fonte: Datastream.

Sui mercati finanziari di tanto in tanto si riaffaccia il timore che la crisi possa essere più lunga e più pesante di quanto previsto e si teme un rallentamento del credito da parte di un sistema finanziario in difficoltà. Rimane inoltre il dubbio che la politica “di pulizia” fin qui svolta non sia ancora giunta al termine e che i consistenti aumenti di capitale che la hanno accompagnata si possano dimostrare inadeguati per coprire i possibili, nuovi maggiori deficit di bilancio. Si pone quindi il problema da parte degli investitori di valutare la convenienza a partecipare a tali operazioni di ricapitalizzazione

che sinora hanno visto il fattivo contributo anche dei fondi sovrani, suscitando però dubbi relativi ai condizionamenti e ai riflessi sulla gestione dei grandi operatori da loro finanziati da questi ultimi¹.

1. Il sistema bancario internazionale

Come è noto, il settore bancario ha avuto un ruolo fondamentale nelle vicende che hanno caratterizzato sia il periodo precedente lo scoppio della crisi che quello successivo. Le banche sono state l'anello di congiunzione tra la crisi del settore immobiliare e l'andamento macroeconomico.

Le grandi banche americane rappresentano senza dubbio la categoria maggiormente colpita dalla crisi a causa della loro esposizione verso il settore immobiliare che ha generato forti perdite; anche in Europa vi sono stati casi particolarmente problematici, soprattutto in territorio anglosassone, mentre meno colpito è stato il bacino continentale.

Le banche statunitensi

La situazione generale delle banche americane appare ancora critica, soprattutto se si considerano le *investment bank* che non godono di un accesso diretto alla raccolta ma che dipendono per il loro *funding* dal mercato interbancario, se non dalla Fed in ultima istanza. Le difficoltà a livello di bilancio sono reali e perplessità lecite si hanno soprattutto se si

¹ Per comprendere appieno la portata politica di tali problematiche si pensi al recente intervento del Cancelliere Merkel che ha manifestato notevoli dubbi circa la bontà dell'ingresso dei *Sovereign Funds* nel capitale delle grandi istituzioni finanziarie e delle grandi realtà industriali, che rappresentano uno dei principali “fattori strategici” del sistema economico di ciascun paese.

guarda al peso dei titoli in portafoglio valutati con “metodi di stima”.

Sebbene, da un lato, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley e Citigroup abbiano fortemente svalutato molti loro crediti, dall’altro hanno inserito in una sezione particolare del bilancio (definita livello 3), crediti di dubbia valutazione.

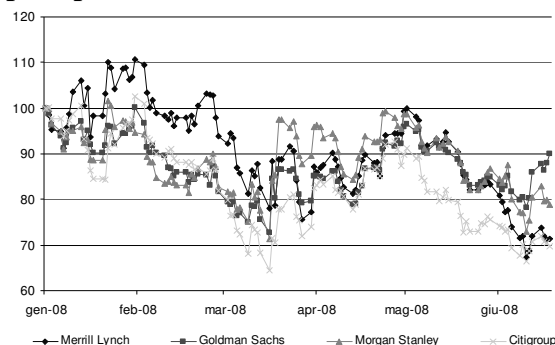
Il livello 3 è, infatti, una zona d’ombra; le regole contabili impongono d’iscrivere a bilancio i titoli a valore di mercato e ciò non rappresenta un problema finché si tratta di obbligazioni quotate, con rilevazione quotidiana dei prezzi. Risulta invece più difficile valutare correttamente altri titoli (quali le obbligazioni strutturate) il cui prezzo viene stimato mediante calcoli matematici; essi, infatti, vengono iscritti in bilancio ad un valore “teorico” calcolato dalla banca stessa. In un momento in cui la credibilità delle banche è molto bassa, da più parti si solleva un lecito dubbio sull’attendibilità delle poste contenute in tale livello 3 dei bilanci delle banche interessate (tenuto conto altresì dell’entità di tali partite) (TAB. 2).

TAB. 2: Partite iscritte a Livello 3 – miliardi di dollari

	Livello 3	Capitalizzazione
Merryl Linch	82,4	48,6
Goldmann Sachs	96,4	80,0
Morgan Stanley	78,0	52,0
Citigroup	160,0	125,0

Si stima, infatti, che le maggiori istituzioni finanziarie americane abbiano circa 400 miliardi di obbligazioni di difficile valutazione a fronte di una capitalizzazione di poco superiore ai 300 miliardi. Tali difficoltà si sono immediatamente riflesse nella quotazione azionaria che ha subito un progressivo calo a seguito della perdita di fiducia da parte del mercato (FIG. 2).

FIG. 2: Andamento quotazioni azionarie delle principali banche americane (Gennaio 2008 = 100)



Fonte: Datastream.

1.2. Le banche europee

Le difficoltà finanziarie si sono velocemente estese dagli Stati Uniti a quegli altri paesi che hanno visto una lunga fase di speculazione immobiliare.

Particolarmente colpito è stato il mercato immobiliare inglese. Dopo anni di forte espansione degli investimenti nel settore *real estate* è sopraggiunta la crisi, la cui violenza è stata tale che una delle principali banche del Regno Unito (la Royal Bank of Scotland) ha visto registrare nel periodo perdite per 4 miliardi di sterline che l’hanno obbligata a varare un consistente aumento di capitale² e a predisporre un piano di tagli e dismissioni di partecipazioni. Nonostante questi interventi è sensazione diffusa che la ricapitalizzazione sia stata alquanto difficoltosa e che potrebbe non essere sufficiente per portare in equilibrio i *ratios* della banca (FIG. 3).

² L’aumento di capitale è stato in parte utilizzato per finanziare la recente acquisizione di ABN Amro avvenuta in un momento in cui i mercati azionari si trovavano ai loro livelli massimi, poco prima della crisi del credito.

FIG. 3: Andamento delle quotazioni azionarie di Royal Bank of Scotland (2008)



Fonte: Datastream.

Analoga situazione ha colpito il mercato bancario francese. Il Credit Agricole, che si era proposto quale caposaldo di fronte alle difficoltà manifestate da Société Générale, ha dovuto ad un certo punto dichiarare, con non poca preoccupazione, le proprie difficoltà (FIG. 4).

Le svalutazioni dei crediti e le problematiche sui prodotti derivati hanno generato 1,2 miliardi di euro di perdite nel primo trimestre dell'anno rendendo necessario un aumento di capitale di 5,9 miliardi di euro. Anche se la causa principale delle difficoltà risiede nella componente "finanziaria" della banca Calyon (e non intacca l'attività tradizionale dell'istituto), la notizia è grave e dimostra ancora una volta la capillarità della crisi finanziaria.

Anche in questo caso sarà necessario procedere ad un consistente aumento di capitale che comunque non sembra rassicurare gli operatori, come evidenziato dalla quotazione del titolo Credit Agricole alla borsa di Parigi. Tuttavia la forza degli azionisti di controllo – appartenenti al settore pubblico allargato e pronti a sottoscrivere anche l'eventuale inoptato – rassicura sul futuro dell'Istituto.

FIG. 4: Andamento delle quotazioni azionarie di Crédit Agricole (2008)

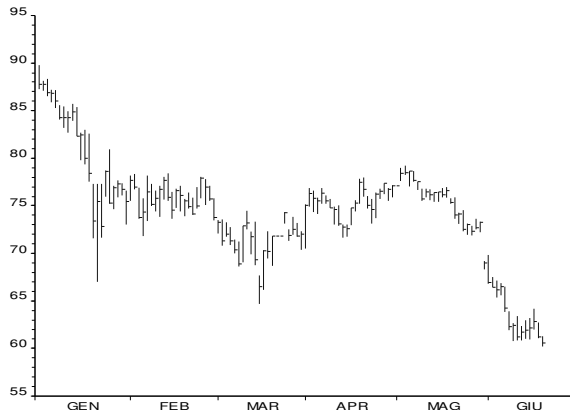


Fonte: Datastream.

In Germania, oltre alle difficoltà finanziarie (FIG. 5), si sta manifestando un problema di natura legale, per le banche esposte sul mercato immobiliare. Emblematico è il caso della Deutsche Bank che ha subito un duro colpo allorché un giudice dell'Ohio ha emesso una sentenza in cui dichiarava che la banca non aveva il diritto di pignorare 14 abitazioni i cui proprietari non erano riusciti a rispettare le scadenze del mutuo³.

³ Quando il giudice ha chiesto alla banca di esibire i documenti che provavano il suo diritto, la stessa non ha potuto farlo. La base comprovante il credito non poteva essere esibita, non esisteva il documento originale fisico e pertanto le abitazioni erano impignorabili. Senza tale documento un creditore non può comprovare il proprio diritto. Il fenomeno della "cartolarizzazione globale", con le banche che compravano migliaia di ipoteche che poi "raggruppavano", ha finito per ritorcersi contro chi le aveva create rendendo impossibile recuperare l'ipoteca originaria.

FIG. 5: Andamento delle quotazioni azionarie di Deutsche Bank



Fonte: Datastream.

Tra le istituzioni finanziarie maggiormente colpite dalla crisi spicca il colosso elvetico del credito UBS.

La grande banca, leader mondiale del risparmio gestito, ha infatti evidenziato una situazione dei conti quasi drammatica: le perdite sui mutui *subprime* e su tutta l'area del credito collegato hanno obbligato la banca a registrare perdite multimiliardarie (FIG. 6), a cambiare il *top management* e ad effettuare due aumenti di capitale, di cui uno riservato e un altro aperto a tutti gli azionisti, al fine di mantenere un livello di patrimonializzazione sufficiente. Ciò ha comportato l'entrata nel capitale di un fondo sovrano (Singapore) e di un investitore arabo ignoto che hanno in pratica portato al cambio di proprietà della banca la quale, di fatto, non può più essere considerata una *public company*, vista la rilevanza assunta dai nuovi azionisti.

FIG. 6: Andamento delle quotazioni azionarie di UBS



Fonte: Datastream.

Le banche italiane, che erano rimaste ai margini del processo di cartolarizzazione dei mutui (probabilmente non per scelta ma per effetto di dimensioni non adeguate e di scarso *know how* verso tale *business*), sono state colpite di riflesso dalla crisi. Anch'esse hanno avuto problemi di liquidità ed hanno visto il costo del *funding* salire in maniera rilevante, ma essendo ai margini del sistema non hanno subito perdite analoghe a quelle dei loro concorrenti.

A livello internazionale le notizie negative arrivano non solo dal comparto bancario, ma anche da altri operatori del sistema finanziario:

- AIG, primo gruppo assicurativo mondiale, ha registrato nel primo trimestre 2008 perdite per 7,8 miliardi di dollari, dopo svalutazioni per 9,11 miliardi (11 miliardi nell'ultimo trimestre del 2007), ed ha appena portato a termine una vendita di azioni per 20 miliardi di dollari;
- Allianz, primo gruppo assicurativo europeo, ha dovuto sopportare nel primo trimestre 2008 un consistente ridimensionamento degli utili a causa del risultato della controllata Dresdner Bank, che ha manifestato una perdita operativa di 453 miliardi di euro dopo aver registrato svalutazioni per 845 miliardi.

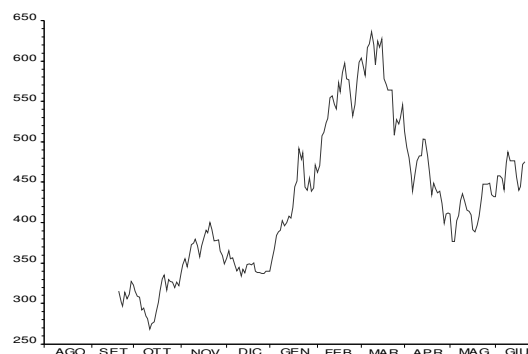
Le conseguenze per le istituzioni finanziarie sono tuttavia destinate a farsi sentire ancora per molto tempo; gli effetti della crisi continueranno ad incidere sui conti economici delle banche, dal momento che verrà meno il flusso di reddito derivante dalle operazioni che ne hanno caratterizzato l'attività nel recente passato e che oggi rappresentano il principale oggetto di preoccupazione. Inoltre, l'operatività tradizionale risentirà delle difficoltà del contesto generale (con il rischio che si apra uno scenario di "potenziale" *credit crunch*).

2. I mercati obbligazionari

Il mercato obbligazionario ha vissuto un periodo contrastato a causa dei dati economici americani particolarmente deludenti.

Gli *spread* dei *corporate bond* hanno seguito, nel loro evolversi, l'andamento della crisi finanziaria che ha determinato un loro generalizzato allargamento: ciò è risultato particolarmente evidente per i *bond* di emanazione bancaria e per i *Credit Default Swap*, collegati al settore bancario, che si sono notevolmente allargati. Parallelamente si è assistito ad un incremento del costo della protezione sui titoli speculativi, come rilevabile dall'andamento dell'indice Itraxx (FIG. 7), che di fatto evidenzia un incremento del rischio di *default* di tali titoli.

FIG. 7: Andamento dell'indice Itraxx nel 2007 e 2008



Fonte: Datastream.

Gli *spread* creditizi, che già da parecchi mesi scontavano le inquietudini degli operatori circa la reale debolezza dell'economia americana, hanno toccato il loro massimo nella prima parte dell'anno a causa delle crescenti tensioni che si sono generate nel settore finanziario⁴.

La fase di intensa e crescente volatilità che ha caratterizzato i mercati internazionali del credito e il continuo innalzamento degli *spread* sono stati indotti dalle pesanti svalutazioni operate dagli istituti finanziari e dal continuo afflusso di notizie negative provenienti dal settore dell'edilizia residenziale statunitense⁵.

A contribuire ulteriormente all'aggravarsi del clima di fiducia dei mercati creditizi hanno giocato anche altri due fattori che si sono manifestati agli inizi dell'anno: il deludente andamento del mercato del lavoro statunitense e

⁴ Fortunatamente le banche italiane, con una forte base di raccolta *retail*, una contenuta presenza internazionale e lo svolgimento di una attività bancaria "classica" non dovrebbero soffrire del contesto finanziario assai critico che, per ora, colpisce gli istituti specializzati nella "finanza innovativa". Le obbligazioni emesse dalle banche italiane hanno sofferto della sfiducia generale verso il settore: gli *spread* si sono allargati ed il *funding* istituzionale è divenuto più oneroso.

⁵ Cfr. BIS *Quarterly Review*, marzo 2008.

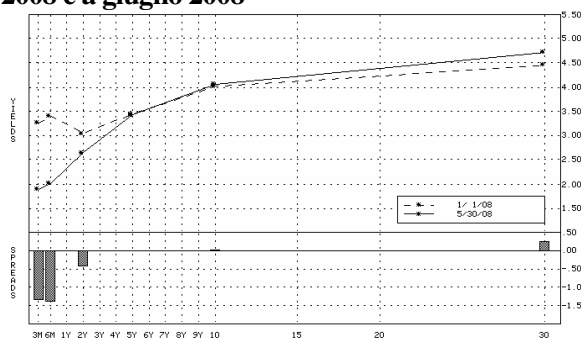
l'elevata quota (il 90% circa) di mutui *subprime* che nel corso dell'anno vedranno la ridefinizione della rata di rimborso⁶.

La persistenza di una situazione di debolezza del mercato del credito e l'emergere di dubbi circa la capacità di offerta e allocazione del credito da parte del sistema finanziario hanno protratto le tensioni all'interno del settore finanziario: le emissioni di titoli garantiti si sono contratte e il mercato dei titoli *high yield* si è arrestato⁷. È proprio in questo clima di sfiducia generale che si collocano gli annunci delle ingenti svalutazioni operate dalle grandi banche. A complicare ulteriormente il quadro hanno contribuito anche le perdite sulle assicurazioni relative a strumenti strutturati che hanno di riflesso provocato un rapido *downgrading* dei garanti finanziari *monoline* che garantiscono titoli di debito pubblici e di finanza strutturata.

La situazione del mercato obbligazionario ha iniziato timidamente a migliorare a seguito dell'intervento della Fed a favore di Bear Stearns: nel sistema si è diffusa la consapevolezza che nessuna banca verrà lasciata fallire. Ad innalzare il clima di fiducia tra gli operatori hanno contribuito anche gli annunci superiori alle aspettative relativi agli utili del primo trimestre 2008 delle principali banche del sistema e l'annuncio di un PIL trimestrale lievemente migliore del previsto. L'ottimismo si è riflesso pressoché immediatamente sull'andamento degli *spread* che, per la prima

volta dopo un lungo periodo, hanno iniziato a ridursi, soprattutto per i titoli del settore finanziario e per quelli di tipo *investment grade*. Le curve dei tassi americana ed europea, praticamente piatte dall'inizio dell'anno, hanno cominciato a divergere. Negli Stati Uniti si è assistito ad un brusco movimento della parte a breve della curva che è divenuta più ripida, anticipando le problematiche inflative (FIG. 8).

FIG. 8: Tassi di interesse americani a gennaio 2008 e a giugno 2008



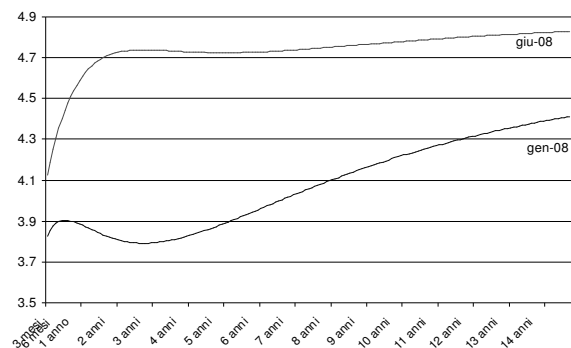
Fonte: Bloomberg.

La curva dell'area Euro ha assunto negli ultimi mesi una forma inusuale, probabilmente a causa delle tensioni del sistema bancario e dei timori di una potenziale crisi di solvibilità dei maggiori operatori. All'inizio del mese di giugno i tassi a breve termine hanno subito un forte rialzo rispetto ai tassi sulle altre scadenze, sulla scia dell'andamento dei tassi del mercato interbancario (FIG. 9). Questo movimento potrebbe essere stato indotto dal diffondersi della convinzione tra gli operatori che le tensioni inflazionistiche continueranno ancora per i prossimi 12-18 mesi, dopo i quali potrebbe aversi un rallentamento dei prezzi ed eventualmente un cambiamento nell'orientamento della Banca Centrale. Questa ipotesi è confermata dall'andamento del mercato dell'*inflation swap* (che esprime le aspettative circa l'inflazione futura) che ha recentemente subito una correzione.

⁶ La maggior parte dei mutui *subprime* prevede un piano di rimborso a tasso variabile preceduto da un cosiddetto "periodo di grazia" in cui il debitore rimborsa unicamente le quote interessi. Allo scadere del periodo di grazia la rata subisce un brusco aumento dovuto al fatto che inizia anche il piano di rimborso delle quote capitali. Le famiglie meno abbienti si troveranno quindi a dover sostenere una rata notevolmente più elevata proprio nel momento di maggior crisi.

⁷ CFR Bis marzo 2008.

FIG. 9: Curva dei tassi dell'area euro



Fonte: Datastream.

3. I mercati azionari

I mercati azionari hanno risentito sostanzialmente degli stessi timori che hanno gravato sul mercato del credito.

Già alla fine del 2007 avevano sperimentato una fase di debolezza con un aumento della volatilità, ma è solo con il mese di gennaio che i mercati sono stati investiti da una massiccia ondata di vendite cominciando a scontare il peggioramento del quadro congiunturale e le difficoltà collegate al settore del credito. Anche le borse giapponesi ed europee hanno subito il deterioramento della situazione statunitense perdendo oltre 15 punti percentuali rispetto all'inizio dell'anno. Analogamente a quanto accaduto nel comparto obbligazionario, sono i titoli bancari e assicurativi ad aver subito le maggiori perdite. A partire dal secondo trimestre il timido ottimismo che ha investito i mercati ha esteso i suoi effetti anche al comparto azionario e, in particolar modo, a quello dei titoli finanziari.

Nel complesso, si è altresì assistito ad una progressiva riduzione della volatilità dei prezzi, anche se ciò non può ancora essere interpretato come un fenomeno duraturo, visto che recentemente si sono registrate sedute di borsa caratterizzate da forti oscillazioni degli indici.

La politica monetaria espansiva adottata dalla Fed e il “*sentiment*” generalmente ancora positivo per la clientela *retail* hanno permesso di limitare i danni. Attualmente la politica monetaria resta ancora favorevole all'investimento azionario, essendo tuttora espansiva quella della Fed e attendista quella della BCE.

Sul fronte degli utili delle società, il *consensus* di mercato sul *trend* per l'anno corrente era visto ad inizio anno in crescita dell'8%; successivamente è stato tagliato del 50%, mentre attualmente la maggior parte degli operatori non si aspetta particolari incrementi, propendendo piuttosto per una loro sostanziale stabilità.

In tale contesto le attese degli operatori paiono moderatamente negative e tra loro si sta via via manifestando una maggior cautela. I prezzi correnti, più che “un'opportunità d'acquisto”, potrebbero rivelarsi come una “*value trap*”, in quanto le analisi del *fair value*, basate su valori degli utili storici non aggiornati alla luce della nuova congiuntura, potrebbero fornire risultati fuorvianti ed eccessivamente positivi.

I mercati hanno dunque vissuto una fase di elevata volatilità alla quale si è accompagnata una visione prospettica moderatamente negativa. I *ratios* di borsa sembrano oggi non scontare ancora a pieno una possibile diminuzione del *trend* degli utili che finirebbe per innalzare i principali *ratios* del mercato azionario ed in particolare il P/E. In estrema sintesi, i mercati azionari stanno scontando valutazioni “apparentemente” convenienti dei titoli e una certa abbondanza di liquidità per gli investitori istituzionali e *retail*. A ciò però si affiancano fattori negativi quali una crescita dell'economia generalmente più debole ed un maggior rischio inflazione, nonché un rallentamento del *trend* degli utili aziendali. Tutto ciò determina un

sentiment tra gli operatori moderatamente negativo.

Tuttavia, se la congiuntura, anche a causa delle difficoltà del sistema bancario, non peggiorerà ulteriormente, l'investimento in azioni potrebbe risultare ancora interessante, anche alla luce della circostanza che gli investimenti in obbligazioni non consentono ancora di ottenere rendimenti positivi in termini reali.

Scendendo ad un livello più disaggregato di analisi va sottolineato come il mercato americano abbia vissuto un primo semestre nel quale gli indici più importanti hanno evidenziato ancora un *trend* negativo.

Il comparto finanziario soffre ancora particolarmente della crisi immobiliare e non paiono adeguati gli aumenti di capitale già effettuati. Le attese di utile sono viste in drastico calo. Alcuni comparti (alimentare, *retail*) cominciano a soffrire della minor propensione di spesa del consumatore americano e per altro pare più difficile il trasferimento dell'aumento dei costi delle materie prime sui prezzi. Il settore industriale in generale manifesta viceversa una buona tenuta: il ribasso del dollaro ha infatti sostenuto l'*export* che ha trovato un'accelerazione nelle vendite.

I dividendi risultano essere ancora competitivi nei confronti dei rendimenti dei titoli di debito, anche se non per tutti i settori. I *ratios* di borsa iniziano a incorporare gli utili in diminuzione e dovrebbero indurre ad un'attenta selezione dei titoli e ad una forte cautela verso gli investimenti in azioni.

Per quanto riguarda i mercati azionari europei i prezzi scontano la fase di complessivo rallentamento delle economie. Le previsioni sull'andamento degli utili aziendali sono orientate alla stabilità. Il livello complessivo dei dividendi risulta essere ancora competitivo, anche se i *bond* potrebbero nel brevissimo

termine offrire rendimenti concorrenziali. I *ratios* di borsa non paiono in linea con attese congiunturali improntate alla debolezza e pertanto il livello delle quotazioni potrebbe risultare sopravvalutato. Tra i settori paiono particolarmente interessanti quelli dei:

- trasporti,
- “*power generation*”,
- infrastrutture e servizi.

Nonostante la maggiore integrazione economica ed il sostegno dell'*export* orientato verso il mercato asiatico, l'Europa non pare immune dal rallentamento americano e pertanto anche gli utili aziendali potrebbero essere prossimamente rivisti al ribasso.

Tra i mercati azionari dei paesi a maggiore industrializzazione, il Giappone non è riuscito a realizzare un *trend* positivo nel primo semestre dell'anno. Le difficoltà del paese, ancora invischiato nella crisi bancaria-immobiliare e con una persistente deflazione, si sono protratte ancora facendo segnare una riduzione dell'indice di borsa di circa 10 punti percentuali.

Tuttavia le attese di una ripresa delle quotazioni potrebbero presto concretizzarsi a motivo del protrarsi della fase di *underperformance* del listino giapponese, che per altro presenta realtà industriali e finanziarie di primissima qualità e con risultati di bilancio positivi.

Inoltre una ripresa della dinamica inflativa particolarmente rilevante nell'area asiatica potrebbe essere positiva per il Giappone, che potrebbe sconfiggere definitivamente la pluriennale deflazione.

I consumatori potrebbero aumentare la loro propensione alla spesa temendo futuri prezzi più alti e parimenti vedendo il loro reddito disponibile sostenuto dalle maggiori entrate che deriveranno dai *bond* governativi per i quali è atteso un rialzo dei rendimenti.

Il contesto internazionale, particolarmente confuso a causa dei timori di una probabile recessione americana che potrebbe accompagnarsi ad un rallentamento delle altre economie occidentali, non offre spunti favorevoli nemmeno per i mercati azionari dei paesi emergenti che a loro volta stanno affrontando una fase particolarmente critica a causa del continuo innalzamento dell'inflazione. Il primo semestre del 2008 è stato caratterizzato da maggiore volatilità, e un probabile aggiustamento dei prezzi verso il basso troverebbe valida giustificazione sotto il profilo tecnico anche alla luce dell'ampia rivalutazione recentemente conseguita. Da più parti si stima che una flessione dei corsi di borsa nell'ordine anche del 30% non sarebbe inusuale dopo le recenti forti rivalutazioni.

Attualmente il *consensus* degli operatori vede particolarmente incerto il mercato cinese che, dopo l'estate e superato il periodo di attenzione mondiale generata dallo svolgimento delle Olimpiadi, potrebbe evidenziare un certo rallentamento.

Il mercato indiano potrebbe analogamente risentire della congiuntura del mercato cinese, anche se un maggiore interesse potrebbe essergli riservato dagli investitori internazionali alla luce delle importanti acquisizioni ed accordi sviluppati dal paese.

I mercati azionari brasiliano e russo (che hanno beneficiato dell'andamento dei prezzi delle *commodities*) potrebbero invece scontare una discesa delle quotazioni a motivo di un potenziale rallentamento del ciclo economico finora ampiamente favorevole.