

## VI. I mercati finanziari

### Aspetti salienti

Durante gran parte del 2005 e i primi mesi del 2006 le condizioni nei principali mercati finanziari sono rimaste calme e distese, di riflesso a un andamento sorprendentemente positivo dell'economia mondiale e alla persistente abbondanza di liquidità. L'inasprimento monetario nei paesi industriali avanzati si è tradotto solo gradualmente in un rialzo dei rendimenti a lungo termine. Per la maggior parte del periodo in rassegna l'aumento dei tassi ha avuto scarsi effetti percepibili sui prezzi delle altre attività, anche se a metà maggio 2006 una riconsiderazione dei rischi ha determinato una maggiore volatilità e una brusca caduta dei prezzi azionari e dei mercati del debito dei paesi emergenti.

I corsi azionari e i differenziali di credito, soprattutto in Giappone e in Europa, hanno tratto beneficio dalle revisioni al rialzo delle prospettive di crescita nel 2005 e agli inizi del 2006. La robusta attività economica, pur in presenza di un appiattimento delle curve dei rendimenti, ha indotto numerosi operatori a concludere che il contenuto informativo di tali curve fosse probabilmente diminuito e che sui tassi a lunga potessero pesare fattori diversi dalle prospettive di crescita per il lungo periodo.

Un altro elemento a sostegno dei mercati azionari sono stati i cambiamenti nella struttura finanziaria delle società. Lo scorso anno vi è stato un sensazionale aumento nell'erogazione di dividendi, riacquisti di azioni proprie e operazioni di fusione e acquisizione. I differenziali creditizi sono rimasti stabili nonostante le indicazioni di una risalita degli indici di indebitamento nel settore delle imprese. A mantenere bassi gli spread ha concorso l'elevata propensione al rischio degli investitori. Ciò è risultato particolarmente evidente nei mercati emergenti, dove l'assottigliarsi di questi differenziali nel 2005 e nel primo scorcio del 2006 è parso più rapido del miglioramento, pur sempre notevole, delle grandezze fondamentali.

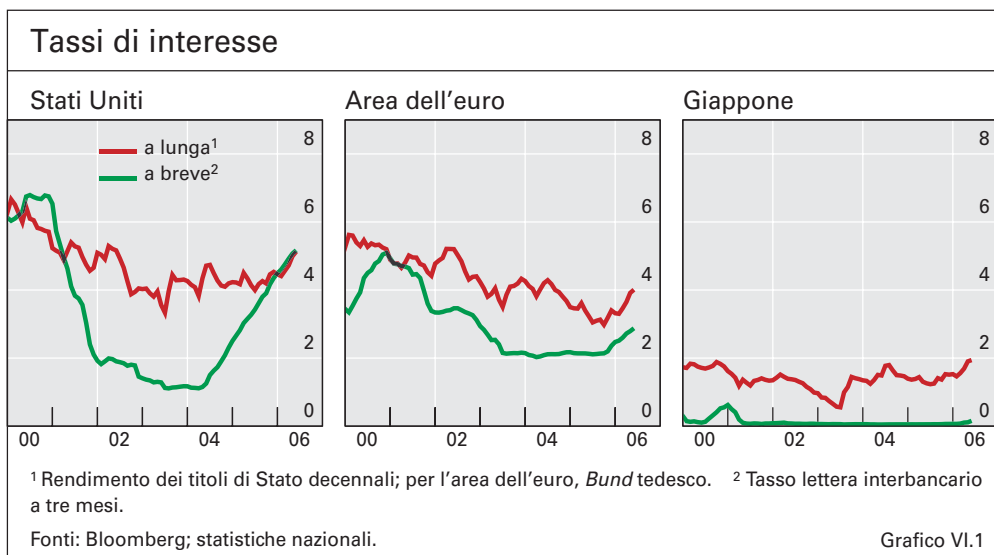
### I rendimenti a lungo termine restano bassi

I rendimenti delle obbligazioni a lungo termine restano bassi ...

I rendimenti dei titoli pubblici nei paesi sviluppati hanno continuato a situarsi su livelli considerevolmente bassi nel corso del 2005. Ciò è avvenuto nonostante gli ulteriori rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve, i segnali di un'imminente restrizione monetaria nell'area dell'euro e le crescenti attese di una cessazione dell'allentamento quantitativo in Giappone (Capitolo IV).

... prima dell'ondata di vendite agli inizi del 2006

Nelle economie del G3 i rendimenti a lunga hanno infine cominciato a crescere costantemente a partire da metà gennaio 2006 (grafico VI.1). A quell'epoca sono venuti meno i timori per un indebolimento delle prospettive di

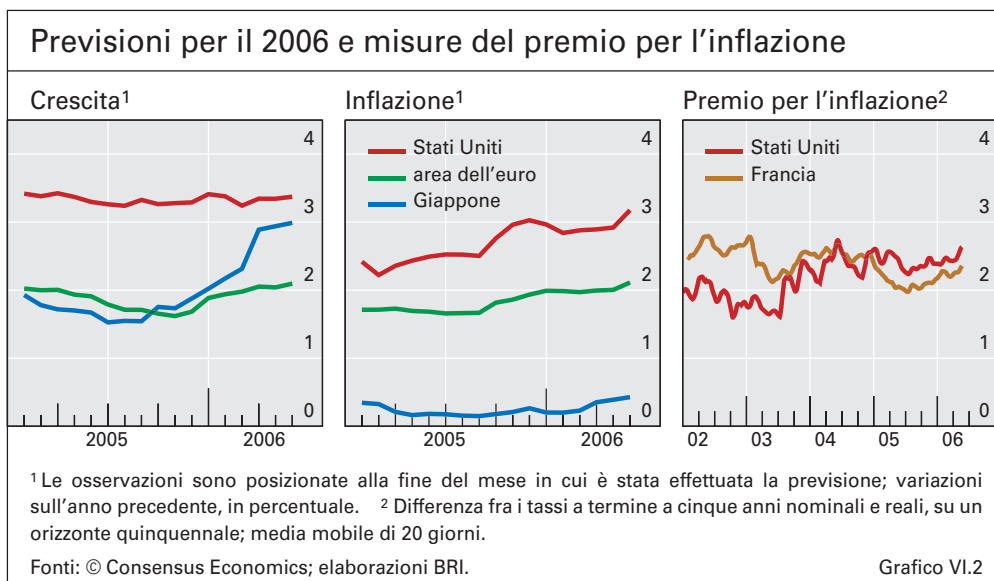


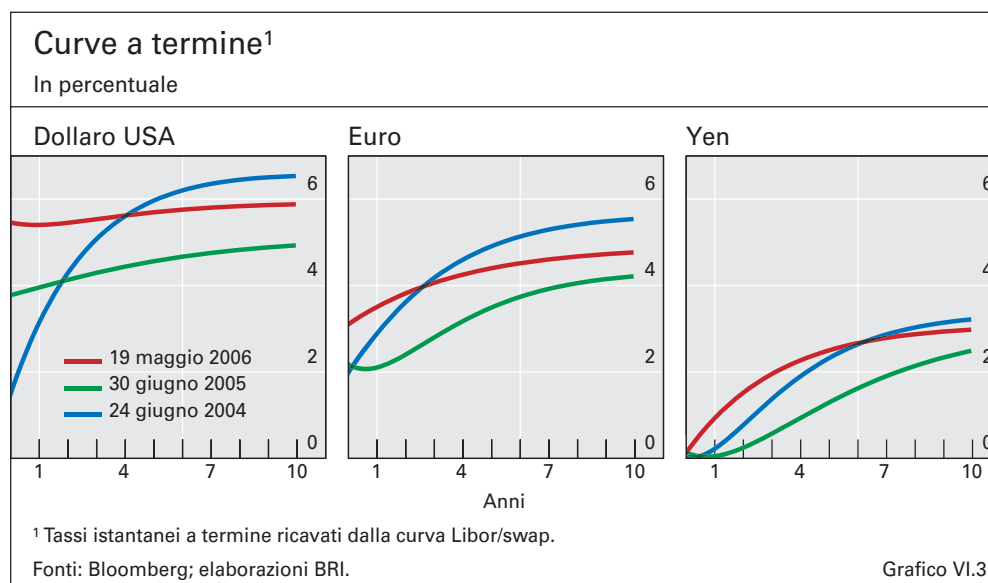
crescita, e le aspettative concernenti il ritmo e l'entità del futuro inasprimento monetario sono state corrette al rialzo. In effetti, nel primo trimestre dell'anno le previsioni di crescita per il 2006 sono state riviste verso l'alto per l'area dell'euro e, in misura alquanto consistente, per il Giappone (grafico VI.2). Le dichiarazioni in senso restrittivo delle banche centrali del G3 hanno dato ulteriore impulso all'ondata di vendite obbligazionarie. Tra il 18 gennaio e il 19 maggio i rendimenti decennali dei titoli del Tesoro statunitense e tedesco sono saliti di circa 80 punti base e quelli giapponesi di circa 50 punti.

#### *Appiattimento delle curve dei rendimenti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro*

Il rialzo dei tassi ufficiali e i bassi rendimenti obbligazionari a lungo termine si sono tradotti in un deciso appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi per gran parte del periodo in esame. In passato un'inversione della curva si era dimostrata un indicatore relativamente attendibile dell'imminenza di una recessione o di un forte rallentamento (Capitolo IV). Questa volta, invece,

L'appiattimento della curva dei rendimenti non è considerato indice di rallentamento economico





gran parte degli operatori ha interpretato l'inclinazione negativa della struttura per scadenze negli Stati Uniti non come un segnale di decelerazione macro-economica, bensì come il risultato di fattori indipendenti che hanno pesato sui tassi a lunga (si veda oltre). Da circa 30 punti base a fine giugno 2005 il differenziale fra i tassi a due e a 10 anni è sceso a un livello prossimo allo zero agli inizi di gennaio 2006.

I fattori connessi con le prospettive di crescita che hanno effettivamente ridotto i rendimenti statunitensi sono stati soltanto temporanei. Ne è in particolare un esempio l'uragano Katrina alla fine di agosto. All'epoca i tassi a due anni sono diminuiti di quasi 40 punti base nel giro di tre giorni e quelli a più lungo termine di circa 20 punti, poiché gli operatori hanno rivisto drasticamente al ribasso la probabilità attribuita a un innalzamento dei tassi da parte della Federal Reserve. Ciò nonostante, poiché gli effetti sulla crescita e sul conseguente orientamento monetario prodotti da Katrina sono stati molto più contenuti rispetto alle previsioni iniziali, nello spazio di un mese i tassi sia a breve sia a lunga sono tornati sui livelli precedenti l'uragano.

Benché rilevato anche in altri mercati, l'appiattimento della struttura per scadenze non è stato affatto generalizzato. Ad esempio, nell'area dell'euro l'inclinazione della curva è diminuita nel corso del 2005, ma il livello persistentemente basso dei tassi ufficiali ne ha impedito l'inversione (grafico VI.3). In Giappone la pendenza è invece aumentata, dato che i tassi ufficiali sono rimasti prossimi allo zero e i rendimenti a medio termine sono saliti in linea con le crescenti indicazioni di un esaurirsi delle spinte deflazionistiche e con la previsione di un ciclo restrittivo già ben avviato nel giro di qualche anno.

#### *Moderate aspettative di inflazione*

Il fatto che i rendimenti a lunga siano rimasti bassi nel 2005 è in parte riconducibile alle aspettative di inflazione a lungo termine, rimaste contenute nonostante la crescita generalmente vivace dell'economia e i continui rincari dell'energia nel periodo in esame. Vero è che in seguito all'uragano Katrina e

L'impatto dell'uragano Katrina è transitorio

Aspettative di inflazione ancora basse nonostante il rincaro dell'energia

ai forti aumenti di prezzo del petrolio raffinato nell'autunno 2005 le previsioni di inflazione a breve termine formulate dagli analisti sono state sensibilmente corrette verso l'alto, soprattutto negli Stati Uniti (grafico VI.2). Tuttavia, le misure del premio per l'inflazione desunte dai rendimenti obbligazionari a termine nominali e reali sono rimaste modeste sulle scadenze più lunghe, riflettendo in parte la perdurante credibilità della politica monetaria (Capitolo IV).

Anche quando i tassi nominali sono aumentati in misura considerevole agli inizi del 2006 il fattore determinante non è stato il cambiamento delle aspettative di inflazione. Comparando i titoli del Tesoro nominali e indicizzati, emerge che quasi i due terzi dell'aumento dei rendimenti nominali USA a 10 anni tra metà gennaio e metà maggio possono essere ricondotti a un incremento dei tassi reali piuttosto che a un maggiore premio per l'inflazione. Nell'area dell'euro quasi nove decimi della crescita dei rendimenti nominali a 10 anni osservata agli inizi del 2006 sono ascrivibili al rialzo dei tassi reali.

L'effetto piuttosto limitato delle aspettative di inflazione sui rendimenti a lungo termine è confermato anche da altri riscontri. In particolare, su periodi molto brevi i dati inattesi sull'andamento dei prezzi hanno generalmente influito sui tassi a lunga meno delle "sorprese" di altra natura. Ad esempio, il più elevato aumento giornaliero dei rendimenti USA a 10 anni (14 punti base) ha fatto seguito alla pubblicazione da parte dell'Institute for Supply Management di un rapporto inaspettatamente positivo sul settore manifatturiero unitamente ai segnali di un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori il 1° luglio 2005. Analogamente, alcune fra le maggiori riduzioni giornaliere dei rendimenti sono avvenute in concomitanza con sorprese negative concernenti la crescita.

#### *Bassi livelli della volatilità e dei premi a termine*

I bassi rendimenti a lungo termine e l'appiattimento delle curve potrebbero essere altresì dovuti ai minori premi al rischio per la detenzione di strumenti a lunga scadenza. Le curve dei rendimenti in un dato momento incorporano premi al rischio – spesso definiti "premi a termine" – che generano uno scarto tra i tassi a termine per le varie scadenze e l'andamento dei tassi a breve atteso dagli operatori. Un calo di questi premi potrebbe essere indicativo di una minore percezione del rischio associato all'evoluzione dei tassi a breve nel più lungo periodo e/o di una maggiore propensione degli investitori ad assumere tale rischio.

Vi sono effettivamente indicazioni che confermano il ruolo svolto dai minori premi a termine negli ultimi anni. Ad esempio, la volatilità implicita per i tassi a lungo termine è andata di norma calando dalla metà del 2003, e agli inizi del 2006 si collocava su livelli estremamente bassi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, in linea con i movimenti della volatilità storica osservati nello stesso periodo (grafico VI.4). Fa eccezione il Giappone, dove dal 2005 le volatilità sia effettive sia implicite sono leggermente aumentate sullo sfondo delle aspettative di un rafforzamento della crescita economica e del connesso abbandono della politica di allentamento quantitativo. Anche in tale paese, tuttavia, entrambe sono rimaste ben al disotto dei livelli raggiunti nel 2003 durante la forte ondata di vendite obbligazionarie.

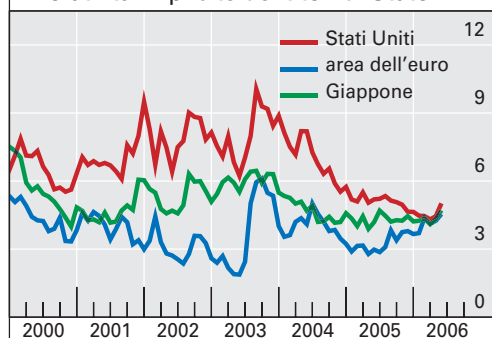
I tassi reali salgono più del premio per l'inflazione agli inizi del 2006

I minori premi a termine possono spiegare l'appiattimento delle curve

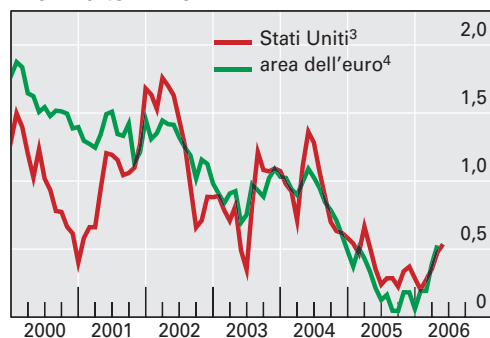
## Volatilità implicite e stime dei premi a termine

Medie mensili, in percentuale

Volatilità implicite dei titoli di Stato<sup>1</sup>



Premi a termine<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* alla pari relative a contratti futures su titoli di Stato decennali. <sup>2</sup> Stimati per i titoli del Tesoro decennali a cedola zero negli Stati Uniti e per i tassi swap nell'area dell'euro. <sup>3</sup> Basati su calcoli di D.H. Kim e J.H. Wright in *An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates*, Federal Reserve Board, Washington D.C., agosto 2005. <sup>4</sup> Basati su calcoli di T. Werner in *An affine term structure model estimated with survey data*, mimeo, BCE, aprile 2006.

Fonti: BCE; Federal Reserve Board; Bloomberg.

Grafico VI.4

I moderni modelli della struttura per scadenze dei tassi di interesse offrono tecniche che consentono di distinguere, nei rendimenti obbligazionari, la componente dovuta ai premi a termine e quella riconducibile alle aspettative sull'andamento futuro dei tassi di interesse a breve. Secondo le stime aggiornate di una recente pubblicazione del Federal Reserve Board, i premi a termine sulle obbligazioni in dollari USA a 10 anni si sono ridotti di circa 100 punti base tra il momento in cui la Federal Reserve ha iniziato a innalzare i tassi alla metà del 2004 e la fine del 2005 (grafico VI.4). Tale andamento è stato seguito da una correzione solo modesta nei primi mesi del 2006. Un analogo studio della BCE stima un calo di entità pressoché simile dei premi a termine per i tassi in euro a 10 anni. Da entrambe le analisi emerge come la flessione si accentui sulle scadenze più lunghe e risulti quindi in linea con l'appiattimento delle curve osservato nel periodo. È vero che le stime dei premi a termine presentano limiti, quali ad esempio un grado di accuratezza molto incerto e un'elevata sensibilità alle dimensioni del campione e al periodo di osservazione. Nondimeno, numerosi altri studi confermano che vi è stata una certa riduzione di tali premi nel corso degli ultimi anni.

La flessione dei premi a termine potrebbe essere riconducibile alla percezione di una maggiore stabilità delle grandezze macroeconomiche fondamentali, quali l'inflazione e la crescita, e quindi di rischi inferiori connessi alla detenzione di titoli a lunga scadenza. Il calo della volatilità storica per i tassi di interesse a più lungo termine, menzionato in precedenza, è coerente con un basso livello dei rischi. La maggiore trasparenza e credibilità delle politiche monetarie, soprattutto nella misura in cui costituisce il risultato di cambiamenti permanenti nelle procedure operative, potrebbero senz'altro avere svolto un ruolo importante.

È possibile che abbiano influito anche fattori strutturali dal lato della domanda, come gli acquisti di obbligazioni a lungo termine da parte dei fondi

Il calo dei premi a termine è forse dovuto ai migliori fondamentali o a fattori strutturali

pensione e delle compagnie assicurative e l'accumulo di riserve da parte delle banche centrali dell'Est asiatico e di vari paesi esportatori di petrolio. L'entità del contributo di tali fattori di domanda al basso livello dei tassi a lunga ha implicazioni importanti per la conduzione della politica monetaria (Capitolo IV).

*Fattori della domanda istituzionale: fondi pensione e compagnie assicurative*

Negli anni recenti i progressi in materia di gestione del rischio e le modifiche del quadro contabile e regolamentare in numerosi paesi hanno indotto i fondi pensione e le compagnie di assicurazione a ridurre le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo (Capitolo VII).

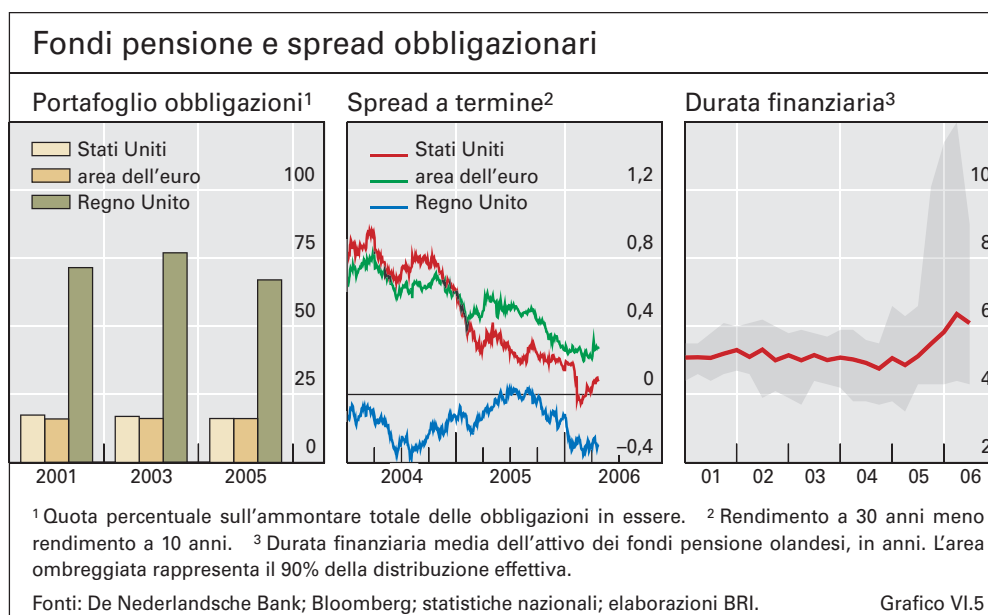
Benché la quota detenuta dai fondi pensione e dalle compagnie assicurative sul totale delle obbligazioni in essere sia rimasta sorprendentemente stabile (grafico VI.5, diagramma di sinistra), il calo del differenziale di rendimento fra i titoli trentennali e quelli decennali in numerose economie avanzate sta a indicare che la composizione di questi portafogli potrebbe essersi modificata a favore di attività a più lunga scadenza (grafico VI.5, diagramma centrale). La ricomposizione sembra essere stata particolarmente rilevante nel Regno Unito, dove i differenziali a termine sono da tempo negativi. Ciò è in linea con le segnalazioni secondo cui i rigorosi requisiti minimi di copertura e l'applicazione del principio contabile FRS 17 hanno determinato consistenti acquisti di obbligazioni a lunghissima scadenza da parte dei fondi pensione britannici al calare dei rendimenti, innescando nuovi ribassi di questi ultimi.

Non è tuttavia chiaro in che misura l'esperienza britannica si possa estendere ad altri paesi, date le differenze che permangono nel quadro contabile e regolamentare e nei livelli di copertura dei fondi pensione. Ad esempio, nei Paesi Bassi la durata finanziaria media delle attività dei fondi pensione è salita da cinque a sei anni e mezzo dopo l'attuazione delle riforme nell'autunno 2004 (grafico VI.5, diagramma di destra), pur essendovi notevoli disparità tra i singoli fondi. Infatti, mentre alcuni hanno quasi raddoppiato la *duration* dell'attivo, altri

La gestione dell'attivo e del passivo ...

... pesa sui rendimenti dei titoli a lunga in sterline ...

... ma ha effetti meno chiari altrove



l'hanno mantenuta pressoché invariata. Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che i livelli di finanziamento del settore pensionistico olandese tendono a essere ben superiori al minimo prescritto, e che quindi i fondi godono di una notevole flessibilità nella gestione del rischio di tasso di interesse.

Nel periodo in esame sono inoltre emerse indicazioni in base alle quali la tendenza verso un assetto più orientato al mercato starebbe perdendo slancio. Il rinvio al 2007 della piena attuazione della riforma pensionistica nei Paesi Bassi potrebbe aver concorso a un modesto calo (pari a metà anno) nella *duration* media delle attività dei fondi pensione del paese. Negli Stati Uniti verso la fine del 2005 è stata approvata dal Congresso una riforma dei requisiti minimi di copertura. Tuttavia, il testo finale è risultato molto meno rigoroso della bozza proposta, e ciò potrebbe avere concorso a far risalire gli spread tra i titoli del Tesoro a 30 e 10 anni nei primi mesi del 2006, in quanto gli operatori che avevano scontato acquisti addizionali di titoli a lungo termine da parte dei fondi pensione avrebbero liquidato le proprie posizioni. Anche l'ascesa dei corsi azionari e dei rendimenti obbligazionari, che ha migliorato almeno temporaneamente la posizione finanziaria di molti fondi pensione, avrebbe ridotto gli incentivi per questi ultimi ad acquistare obbligazioni a lungo termine agli inizi del 2006.

#### *Fattori della domanda estera: riserve asiatiche e petrodollari*

La domanda di titoli USA è alimentata dalle eccedenze in Asia ...

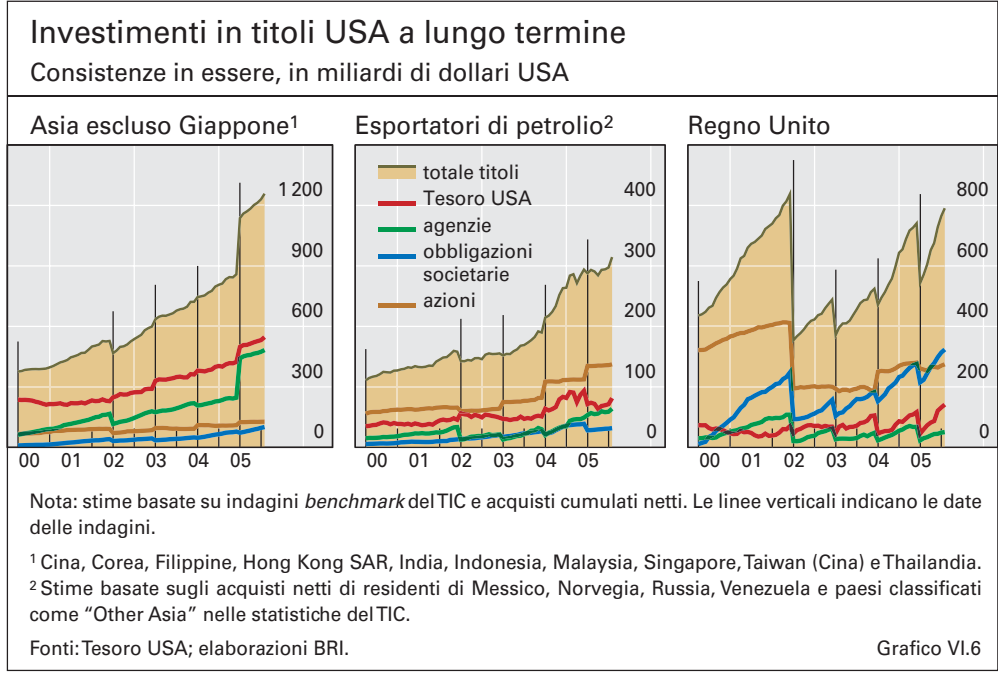
La robusta domanda estera di titoli statunitensi costituisce un'altra ragione spesso addotta per spiegare il calo dei premi a termine. I governi e le banche centrali di altri paesi – soprattutto in Asia – hanno continuato a investire fondi in titoli del Tesoro e di agenzie parastatali USA, principalmente in seguito agli interventi sui mercati valutari. In effetti vi sono ampi riscontri del fatto che i mercati finanziari reagiscono alle indicazioni di possibili cambiamenti nelle preferenze ufficiali per i titoli in dollari USA. Ad esempio, dopo l'annuncio della rivalutazione del renminbi il 21 luglio 2005, i rendimenti sui titoli decennali in dollari sono saliti di quasi 10 punti base nel giro di poche ore, poiché gli speculatori si attendevano un calo significativo della domanda di strumenti USA.

Mentre in Giappone l'accumulo di riserve è rallentato notevolmente nel 2005, in Cina e in altre importanti economie emergenti della regione Asia-Pacifico è proseguito a ritmo molto sostenuto per buona parte del 2006 (Capitolo V). I fondi sono stati perlopiù investiti in titoli statunitensi. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico VI.6, i dati preliminari basati sull'indagine del Treasury International Capital System (TIC) USA indicano che nel 2005 i residenti (ufficiali e privati) dei paesi asiatici (escluso il Giappone) hanno accresciuto decisamente le disponibilità di strumenti statunitensi a lungo termine. Tali disponibilità avevano complessivamente raggiunto un livello stimato in \$1,25 trilioni agli inizi del 2006, contro poco più di \$800 miliardi a fine 2004.

... e dal reimpiego dei proventi petroliferi

Anche il reinvestimento dei proventi delle esportazioni da parte dei paesi produttori di petrolio è stato indicato come una fonte di domanda di titoli USA. I ricavi petroliferi netti dei principali paesi esportatori (membri dell'OPEC più Messico, Norvegia e Russia) avrebbero raggiunto \$676 miliardi nel 2005 e, stando alle previsioni, dovrebbero salire a quasi \$750 miliardi nel 2006.





Parte di tali ricavi è stata direttamente investita in titoli USA a breve e a lungo termine: stime fondate sui risultati dell'indagine TIC segnalano che tra il giugno 2002 e lo stesso mese del 2005 gli esportatori di petrolio hanno investito in questi titoli circa il 20%, ossia \$200 miliardi, del totale dei loro proventi petroliferi (\$1,2 trilioni). Mentre le disponibilità di titoli USA a lunga sono cresciute considerevolmente fino al 2004, nel 2005 il loro aumento è stato di appena \$33 miliardi, pari all'8% dei ricavi petroliferi totali nel corso dell'anno.

Va però detto che le summenzionate stime degli acquisti di titoli denominati in dollari USA da parte di investitori asiatici e paesi esportatori di petrolio sottovalutano quasi certamente l'esposizione totale di questi investitori, che spesso acquistano per il tramite di terzi a Londra o in altri centri finanziari fuori dagli Stati Uniti. D'altra parte, le indagini di riferimento del TIC cercano di riclassificare questi investimenti sulla base della residenza dell'acquirente finale. Ciò si traduce di norma in un forte calo dell'ammontare stimato di titoli USA a lungo termine detenuti da residenti del Regno Unito e, a volte, in un notevole incremento di quello relativo agli investitori asiatici (grafico VI.6). Tuttavia, le disponibilità in titoli USA di questi ultimi potrebbero essere ancor maggiori di quelle stimate nelle predette indagini nella misura in cui tali operatori collocano i loro fondi in *hedge fund* o altri veicoli di investimento che acquistano titoli USA.

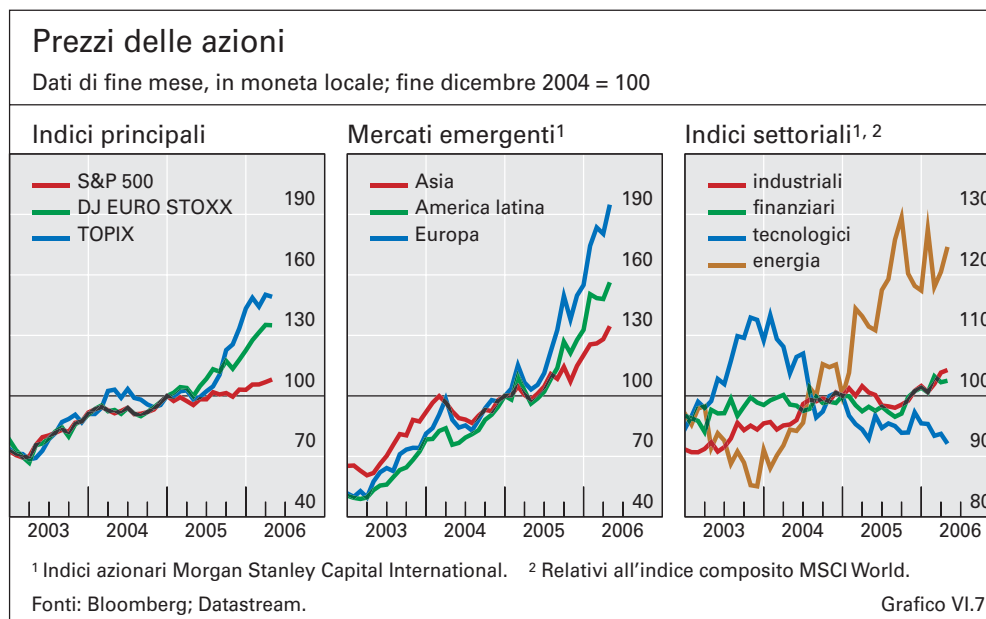
Gli investimenti vengono incanalati attraverso il Regno Unito

### I mercati azionari ignorano gli aumenti dei tassi

L'ascesa dei mercati azionari mondiali iniziata nei primi mesi del 2003 è proseguita senza sosta per gran parte del periodo in rassegna. Dopo i modesti incrementi del 2004, nel corso del 2005 i listini di tutto il mondo hanno registrato rialzi a due cifre. Molti mercati hanno continuato a crescere nel primo

Aumentano i corsi azionari ...





scorcio del 2006, per poi subire una caduta a metà maggio. Gli incrementi più cospicui sono stati osservati nelle economie emergenti. Nell'Europa orientale l'aumento in termini di valuta locale è stato pari al 55% nel 2005 e a un ulteriore 15% nei primi cinque mesi del 2006, nonostante il brusco calo di metà maggio (grafico VI.7). Anche nei mercati principali i corsi sono fortemente saliti. In Giappone le quotazioni hanno compiuto un balzo del 44% nel 2005, per poi crescere a tassi più moderati nei primi mesi di quest'anno. Negli Stati Uniti l'incremento, pari ad appena il 4% tra inizio 2005 e metà maggio 2006, è stato inferiore a quello della maggior parte delle altre piazze.

#### *Guadagni azionari sostenuti dalle prospettive macroeconomiche*

La progressione dei corsi azionari è stata favorita dalla performance sorprendentemente solida dell'economia mondiale (Capitolo II). In Giappone e nell'area dell'euro le migliorate prospettive economiche hanno indotto gli investitori a rivedere al rialzo le aspettative sugli utili. Un ulteriore contributo è stato fornito in Giappone dall'attesa di riforme strutturali e dalla convinzione diffusa che i problemi legati alle sofferenze bancarie fossero stati perlopiù risolti. Le previsioni sugli utili sono state corrette verso l'alto anche nei mercati emergenti, in molti dei quali il clima di fiducia degli investitori ha tratto beneficio dagli elevati corsi delle materie prime. Di fatto, i maggiori guadagni azionari sono stati registrati nei paesi esportatori di petrolio quali la Russia, dove nell'anno trascorso le quotazioni sono più che raddoppiate.

Nelle economie emergenti il rialzo dei listini ha coinciso con massicci afflussi di capitali esteri (Capitolo III). Tuttavia, non è emersa nel periodo in esame una chiara relazione fra il volume degli investimenti esteri di portafoglio e l'andamento dei mercati azionari a livello di regioni o di paesi. La correlazione sezionale tra i flussi per investimenti di portafoglio e le variazioni mensili dei prezzi azionari in moneta locale è stata prossima allo zero, sia che gli afflussi fossero misurati in termini assoluti oppure in percentuale della capitalizzazione di borsa del paese destinatario. Una possibile spiegazione di

... di riflesso alla robusta crescita economica

Bassa correlazione tra flussi di capitali e rendimenti

questo debole nesso è che all'ampia domanda di azioni dei mercati emergenti è corrisposta un'abbondante offerta. A convalida di tale interpretazione, nel 2005 le società dei paesi asiatici emergenti hanno annunciato emissioni azionarie internazionali per \$57 miliardi, in aumento rispetto ai \$34 miliardi dell'anno precedente.

Negli Stati Uniti le condizioni macroeconomiche hanno favorito i prezzi azionari in misura inferiore che altrove. La robusta crescita dell'economia era stata ampiamente anticipata e quindi già incorporata nelle valutazioni. L'inasprimento monetario ha probabilmente contribuito alla debole performance relativa delle azioni statunitensi, sebbene l'impatto di questo fattore sia stato mitigato dal fatto che era stato largamente previsto e che i più elevati tassi ufficiali si sono trasferiti solo gradualmente ai rendimenti a lungo termine. Nel settembre 2005 gli uragani insolitamente violenti che hanno colpito la costa statunitense del Golfo del Messico hanno destabilizzato i mercati, ma i prezzi sono risaliti quando è apparso chiaro che gli effetti sulla crescita economica sarebbero stati solo temporanei.

#### *Nuovo incremento della leva finanziaria e delle fusioni societarie*

I cambiamenti nella struttura di capitale delle imprese hanno costituito un altro fattore di sostegno dei mercati azionari. Se tra il 2001 e il 2004 le società avevano utilizzato le eccedenze di cassa per consolidare i bilanci, più di recente hanno preferito remunerare gli azionisti mediante il pagamento di dividendi, il riacquisto di azioni proprie e l'acquisizione di imprese. Nel 2004-05 i dividendi corrisposti dalle società dell'indice S&P 500 hanno registrato la più rapida accelerazione da oltre un decennio. Nel 2005 i riscatti di azioni proprie sono saliti ancora più velocemente, arrivando a sfiorare i \$350 miliardi per l'insieme delle società dell'indice (grafico VI.8). A seguito di tali riscatti e delle acquisizioni, lo scorso anno l'ammontare totale di azioni ritirate dalle imprese statunitensi ha raggiunto un massimo storico di \$300 miliardi.

Maggiori dividendi e riacquisti di azioni proprie ...

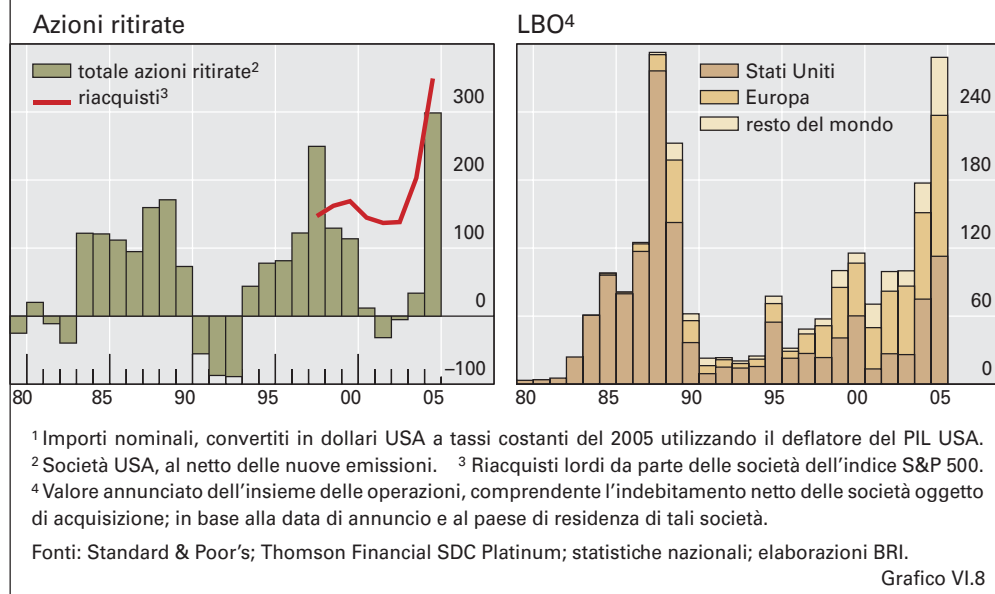
In Europa e in Giappone la crescita dei dividendi è stata ancora più rapida che negli Stati Uniti. Tale ritmo elevato potrebbe avere contribuito a migliorare il clima di fiducia degli investitori, segnalando che gli imprenditori si attendevano una prosecuzione degli elevati tassi di crescita degli utili. Anche le società europee e giapponesi hanno effettuato acquisti di azioni proprie, sebbene in misura inferiore alle loro omologhe americane.

Oltre all'effetto di annuncio, i maggiori dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno influito in senso positivo sui corsi azionari innalzando il grado di leva nei bilanci delle imprese. Nella misura in cui aumentano il rapporto fra debito e capitale proprio di un'impresa, essi migliorano infatti la redditività del capitale. Prima del 2004 le azioni riacquistate erano in gran parte distribuite a dipendenti detentori di *stock option* e pertanto non hanno influito sulla struttura finanziaria delle imprese. Successivamente, tuttavia, il riacquisto è stato sempre più utilizzato per ridurre il capitale azionario, rimborsando gli azionisti. Analogamente, il pagamento di dividendi straordinari è diventato un mezzo diffuso con cui gli investitori di *private equity* recuperano gli investimenti effettuati. In passato tali investitori vendevano di norma la loro partecipazione in un'impresa attraverso un'offerta pubblica iniziale (OPI). Nel 2005, invece,

... accrescono il grado di leva delle imprese

## Operazioni a vantaggio degli azionisti

In miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti<sup>1</sup>

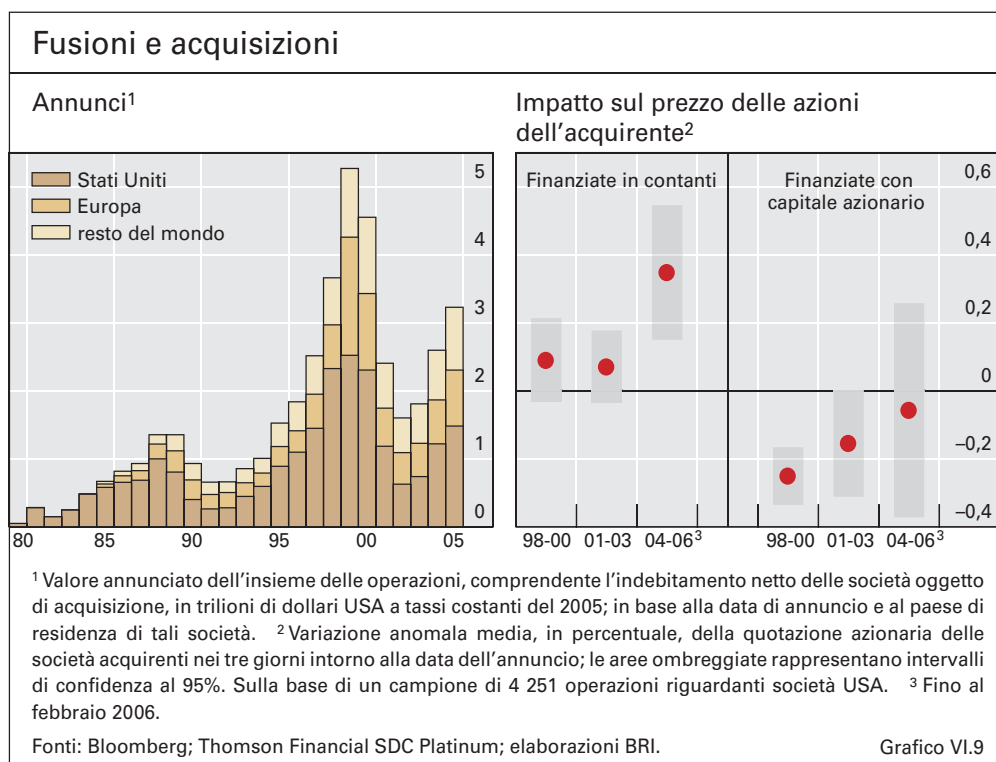


la domanda di OPI è stata relativamente debole e le plusvalenze nel primo giorno di contrattazione si sono collocate intorno al 10%, contro una media di oltre il 20% dal 1990. Di conseguenza, gli investitori di *private equity* hanno fatto ricorso ai mercati del debito per finanziare ampi pagamenti di dividendi a valere sugli utili non distribuiti delle imprese in questione (Capitolo VII).

L'incremento della leva finanziaria è stato ulteriormente favorito dall'impennata delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO). Nel 2005 le offerte di acquisto finanziate con capitale di prestito da parte di investitori di *private equity* sono salite rapidamente a livelli non più osservati dopo l'ondata di LBO di fine anni ottanta (grafico VI.8). A differenza di quanto avvenuto allora, il recente aumento dell'attività di LBO non ha interessato soltanto gli Stati Uniti: oltre la metà delle operazioni ha coinvolto società di altri paesi, principalmente in Europa, ma anche in Asia. Particolarmente degno di nota è il forte incremento registrato in Germania e in Giappone, dove gli ostacoli ai cambiamenti nell'assetto proprietario – quali ad esempio le partecipazioni incrociate – sono stati gradualmente rimossi. Ad esempio, se nel 1992 la percentuale di azioni detenute da società collegate era pari a circa il 50% del totale quotato sul mercato giapponese, nel 2004 tale quota risultava dimezzata.

La ripresa dell'attività di LBO si iscrive nel contesto del più ampio aumento delle operazioni di fusione e acquisizione. Nel 2005 sono state annunciate acquisizioni per un totale di \$3,2 trilioni, il livello massimo dal 2000, con un incremento di quasi il 30% rispetto al 2004 (grafico VI.9). Le LBO hanno costituito circa il 9% del totale, una percentuale molto superiore a quella del 2000 ma notevolmente più bassa rispetto al picco del 22% raggiunto nel 1988. L'espansione delle operazioni di fusione e acquisizione ha avuto portata mondiale. Poco meno della metà di tutte le operazioni è stata finalizzata a società statunitensi e un ulteriore quarto a imprese europee. Le società con

Le LBO salgono ai livelli massimi dagli anni ottanta



sede nei paesi emergenti hanno mostrato un dinamismo senza precedenti, effettuando acquisti sia nelle economie maggiori sia in altri mercati emergenti.

Gli investitori azionari hanno reagito all'ultima ondata di operazioni in modo più positivo rispetto a episodi precedenti. Nel 2005 le quotazioni sia delle società bersaglio sia delle loro acquirenti sono in genere aumentate dopo l'annuncio dell'operazione. Ciò contrasta con l'esperienza storica, in quanto in passato sono stati principalmente gli azionisti della società bersaglio a beneficiare degli eventuali guadagni di valore risultanti dalla fusione.

La reazione relativamente positiva degli investitori è in parte spiegabile con la minor quota di operazioni finanziate interamente o parzialmente mediante capitale azionario. Negli Stati Uniti tale quota è stata del 30% circa nel periodo recente, contro il 70% circa durante la precedente ondata di fusioni e acquisizioni tra il 1998 e il 2000. Europa e Asia hanno registrato percentuali ancora più basse. Il diagramma di destra del grafico VI.9 riporta i rendimenti "anomali" medi dei titoli delle società acquirenti il giorno dell'annuncio di un'acquisizione, vale a dire i rendimenti depurati della sensibilità del titolo ai movimenti dei corsi a livello di mercato. Le fusioni regolate per contante danno di norma risultati migliori di quelle finanziate con capitale azionario: il loro rendimento anomalo è superiore in ogni periodo considerato. Ciò parrebbe rispecchiare una minore tendenza a sopravvalutare il prezzo dell'impresa acquisita quando l'operazione è finanziata in contante.

Ancora più degno di nota è il fatto che tra il 2004 e il 2006 sia per le operazioni regolate in contante sia per quelle finanziate con capitale azionario i rendimenti anomali del titolo dell'impresa acquirente siano stati superiori rispetto agli anni precedenti; al confronto con il passato, gli investitori sono stati più recettivi a tutte le tipologie di acquisizione. Nel periodo 1998-2000 i

L'impennata di fusioni e acquisizioni spinge verso l'alto i corsi azionari ...

... anche delle società acquirenti

rendimenti anomali erano stati prossimi allo zero per le operazioni regolate in contante e significativamente negativi per quelle finanziate con azioni. Tra il 2004 e il 2006 sono invece diventati decisamente positivi nel primo caso e prossimi allo zero nel secondo.

### Segnali contraddittori sulle valutazioni

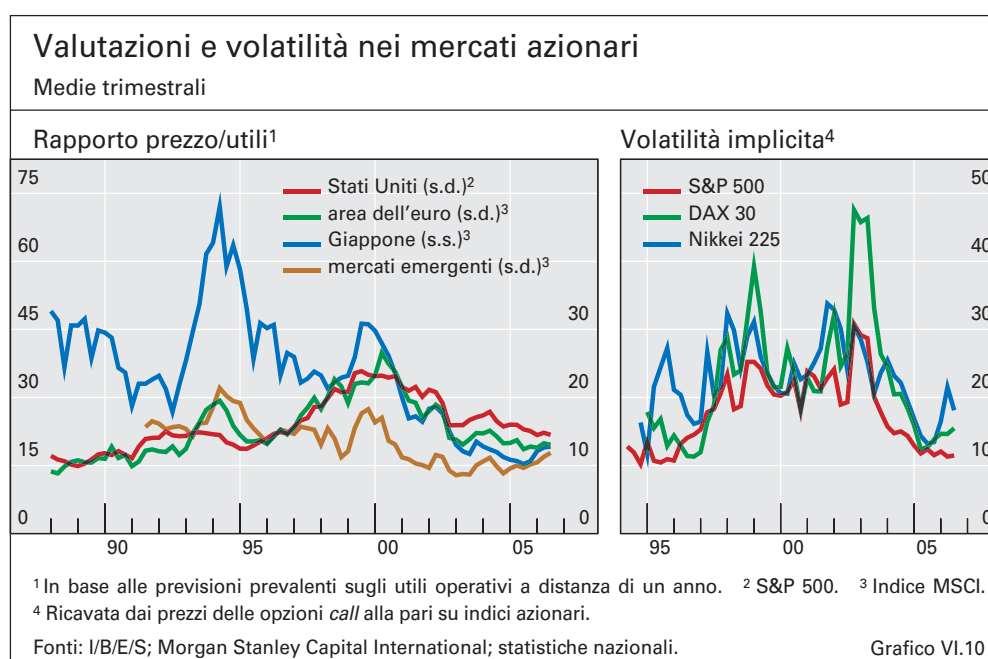
Una possibile spiegazione dell'atteggiamento più positivo degli investitori verso le acquisizioni è che in base a taluni parametri, anche se non tutti, le valutazioni azionarie apparivano basse. A livello mondiale i recenti rialzi delle quotazioni sono stati minori delle correzioni verso l'alto delle proiezioni sugli utili. Nel 2005 l'indice S&P 500 era pari a 15 volte le previsioni sugli utili a breve termine, un risultato leggermente inferiore alla media di 16 registrata nel periodo 1988-2004 (grafico VI.10). Il corrispondente rapporto si collocava a 13 nei mercati dell'area dell'euro, contro una media storica di 16. Anche nei paesi emergenti i rapporti prezzo/utigli sono scesi notevolmente rispetto ai livelli precedenti. Pertanto, il rischio di pagare in eccesso le acquisizioni potrebbe essere stato ritenuto minore che in passato.

In gran parte dei mercati gli investitori paiono aver giudicato soddisfacenti le valutazioni e le prospettive dei rendimenti. La volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari è rimasta molto bassa. Ad esempio, nel caso dell'indice S&P 500, per gran parte del 2005 e nei primi mesi del 2006 essa ha oscillato intorno al 12%, un valore prossimo ai precedenti minimi del 1995 (grafico VI.10). L'aumento più sensibile nel periodo è stato osservato a metà maggio 2006, quando i mercati azionari hanno subito un brusco calo in tutto il mondo.

Vi sono state ovviamente alcune eccezioni. In Giappone i rapporti prezzo/utigli sono fortemente saliti (da 15 a 19) durante la seconda metà del 2005 per effetto del rialzo delle quotazioni. Inoltre, fra giugno e dicembre 2005 la volatilità implicita nelle opzioni sull'indice Nikkei è più che raddoppiata (da

Secondo alcuni parametri le valutazioni non sono insolitamente elevate

La volatilità implicita resta bassa ...



circa il 10 al 25%), a indicazione che l'incertezza sulla direzione futura dei corsi azionari è salita di pari passo con le valutazioni. In Medio Oriente gli abbondanti fondi petroliferi a disposizione degli investitori locali hanno fatto salire le valutazioni a livelli spettacolari. Anche dopo il calo di circa il 40% dei corsi nei primi cinque mesi del 2006, i rapporti prezzo/utigli in Arabia Saudita e a Dubai risultavano ancora superiori a 20.

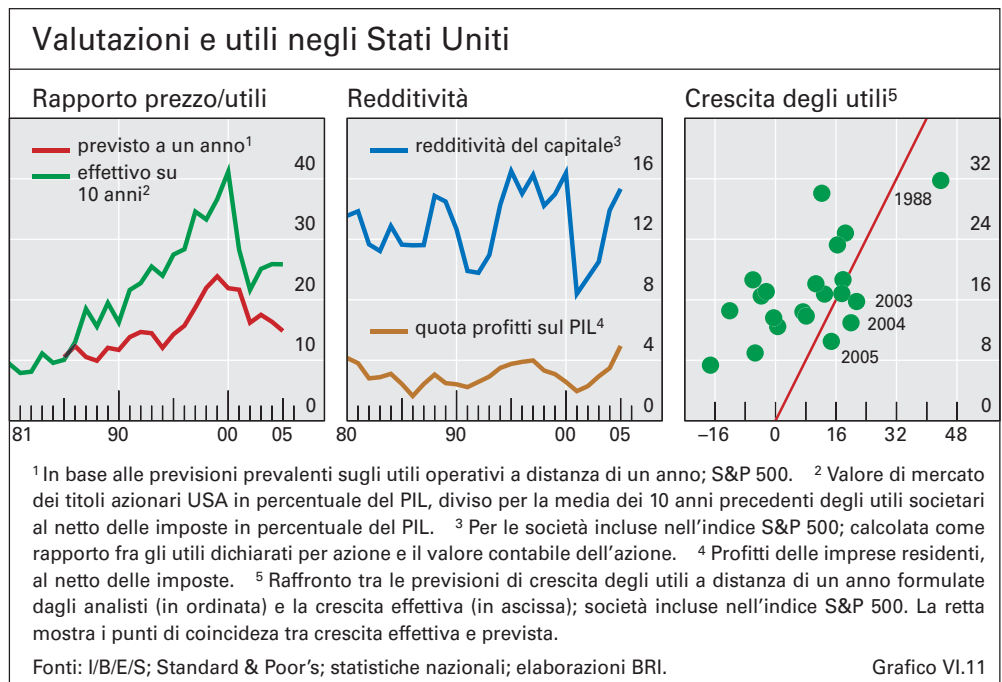
A prescindere da queste eccezioni, non è chiaro se la fiducia manifestata dagli investitori nelle prospettive dei rendimenti di mercato abbia rispecchiato una maggiore disponibilità ad assumere rischi ovvero la percezione di un livello di rischio persistentemente basso. Entrambi i fattori influiscono sulle misure della volatilità implicita. Per gran parte dell'anno trascorso le stime della propensione al rischio nei mercati azionari, ricavate raffrontando la distribuzione dei rendimenti attesi implicita nei prezzi delle opzioni con quella dei rendimenti storici, sono state relativamente elevate. Se la propensione degli investitori al rischio azionario è stata alta, diviene difficile capire perché le valutazioni apparissero ancora relativamente basse.

... forse a causa della maggiore propensione al rischio

Una possibile spiegazione è che tali valutazioni fossero in realtà superiori a quelle risultanti dagli indici basati sulle previsioni degli utili a breve. Nel 2005 la redditività del capitale proprio e la quota dei profitti sul PIL erano prossimi ai massimi storici, almeno negli Stati Uniti (grafico VI.11). Se la redditività dovesse riportarsi su valori tendenziali di più lungo periodo, il prezzo delle azioni apparirebbe elevato. Impiegando la media degli utili sui 10 anni precedenti per livellare le variazioni cicliche, si rileva che alla fine del 2005 il rapporto prezzo/utigli delle azioni statunitensi era ben superiore alla media di lungo periodo (circa 26, contro 19 nel periodo 1962-2005).

Vi sono indicazioni di un maggior scetticismo degli analisti riguardo alla sostenibilità della crescita a breve termine degli utili. Il diagramma di destra del grafico VI.11 mette a confronto le previsioni a un anno per la crescita dei

Apparente pessimismo degli analisti quanto alla crescita degli utili



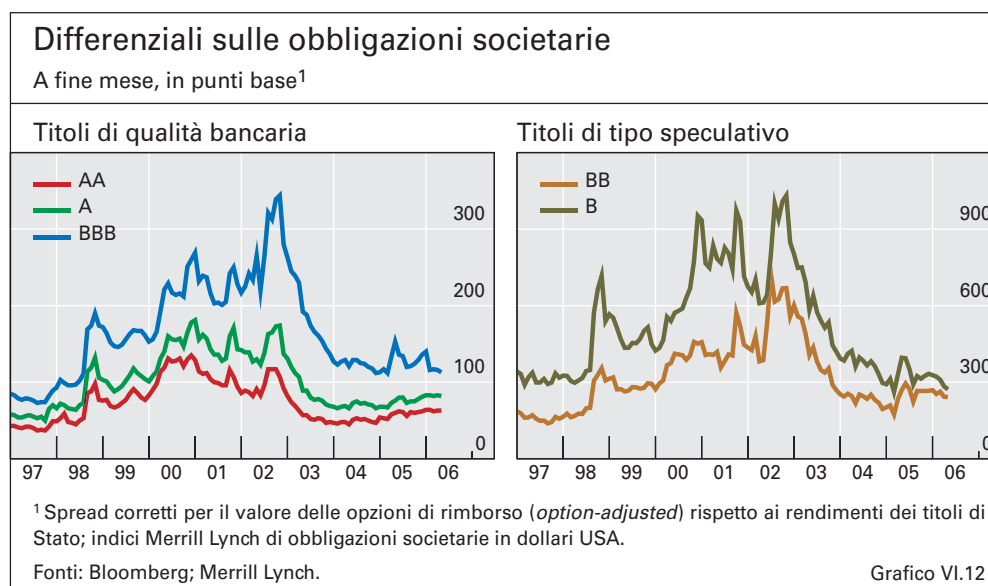
risultati operativi e la crescita effettivamente registrata negli ultimi vent'anni dalle società incluse nell'indice S&P 500. I valori effettivi hanno superato quelli previsionali solo in quattro anni, tre dei quali appartenenti al periodo 2003-05. In altri termini, a partire dal 2003 gli analisti che in passato erano stati eccessivamente ottimisti quanto all'evoluzione degli utili societari sono diventati eccessivamente pessimisti. Se condiviso dagli investitori, questo pessimismo sarebbe in linea con l'aspettativa di un ritorno della redditività alla sua tendenza di più lungo periodo.

Guardando al futuro, sembrerebbe giustificato un certo scetticismo circa la dinamica degli utili. I rischi di un ridimensionamento delle prospettive degli utili societari sembrano maggiori nel 2006 rispetto agli anni precedenti. Ad esempio, un rialzo dei tassi di interesse e condizioni tese sul mercato del lavoro potrebbero deprimere la crescita dei profitti soprattutto negli Stati Uniti e in Europa (Capitolo II). Ciò detto, nel primo trimestre di quest'anno l'aumento degli utili è stato di nuovo superiore alle aspettative.

### I mercati del credito danno prova di buona tenuta

Nonostante l'accelerazione di LBO e altre operazioni favorevoli agli azionisti, gli spread sulle obbligazioni societarie e sui *credit default swap* (CDS) nel 2005 e agli inizi del 2006 sono rimasti prossimi ai minimi ciclici (grafico VI.12). Il lungo periodo rialzista dei mercati del credito si è concluso nel secondo trimestre 2005, allorché una serie di annunci societari negativi, fra cui il declassamento di General Motors e Ford al disotto dell'*investment grade*, ha innescato una modesta fase di vendite. Sebbene gli spread sui titoli societari non si siano mai del tutto ripresi da quell'episodio, il loro aumento non è stato particolarmente marcato. Nell'ultima parte del 2005 e agli inizi del 2006 i differenziali sui titoli di qualità elevata sono risaliti a livelli analoghi a quelli toccati durante la fase di vendite. Ciò malgrado, gli spread sulle obbligazioni societarie con rating A denominate in dollari USA, pari a 83 punti base a metà maggio di quest'anno,

Lieve aumento degli spread sui titoli di qualità bancaria





avevano recuperato solo 20 punti base rispetto al loro minimo ciclico, mentre quelli sui titoli speculativi si collocavano a oltre 100 punti base, al disotto del massimo del maggio 2005 e appena 40 punti sopra il minimo del marzo dello stesso anno.

Alcune società hanno in effetti dovuto far fronte a un marcato rialzo dei costi di finanziamento. Nel 2005 si sono aggravate le difficoltà delle case automobilistiche statunitensi, alle prese con l'arduo compito di contenere i costi dei sistemi pensionistici e dell'assicurazione sanitaria e di adeguare le strategie aziendali alla crescente concorrenza. Dopo un breve episodio rialzista a metà 2005, verso la fine dell'anno gli spread di Ford e General Motors sono saliti ben al disopra del picco toccato in occasione di precedenti vendite. Lo stesso è avvenuto nel caso di produttori di componenti per autoveicoli come Delphi e Dana, che hanno poi entrambi dichiarato fallimento. Nel 2005 quasi il 5% delle società con rating del settore auto è risultato insolvente, una percentuale superiore a quella di qualsiasi altra branca economica.

Difficoltà per le imprese automobilistiche

In aggiunta, i creditori hanno riveduto il prezzo del debito delle società oggetto di LBO o comunque destinate a subire un aumento della leva debitoria. Ad esempio, i CDS sull'impresa statunitense Georgia-Pacific, attiva nel settore del legname e della cellulosa, hanno avuto un balzo di circa 250 punti base a metà novembre 2005 a seguito di un'offerta di acquisto sulla società. Gli investitori sono parsi particolarmente sensibili alla possibilità di un incremento della leva finanziaria a opera di emittenti con elevato merito di credito, dal momento che questi ultimi si trovano per definizione in una posizione migliore, rispetto agli emittenti "speculativi", per far fronte al servizio di debito addizionale.

#### *Disparità nella propensione verso i differenti tipi di rischio*

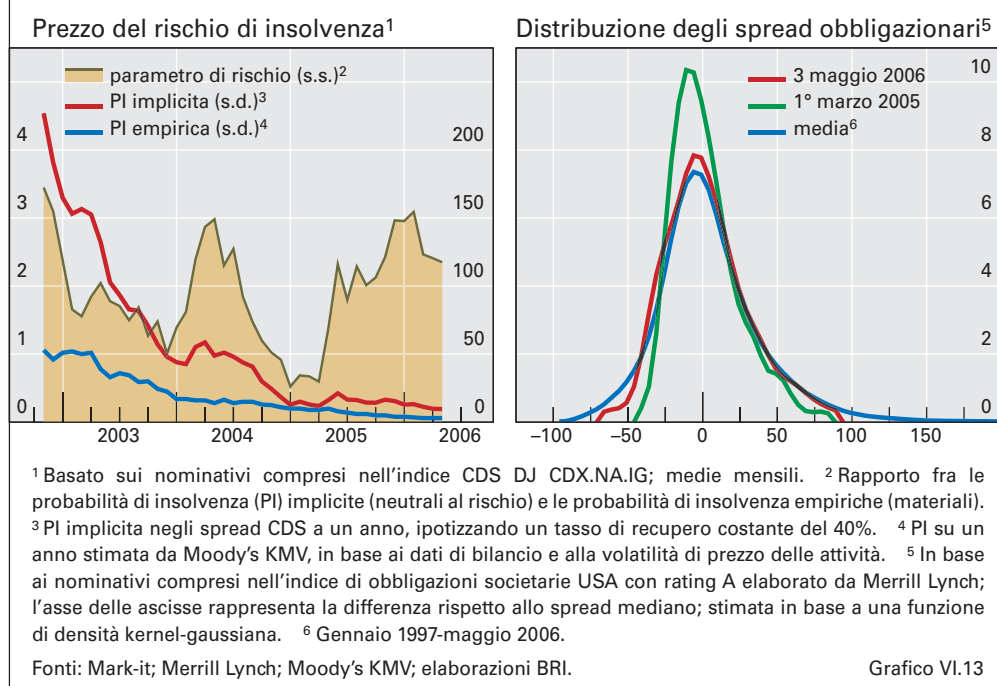
Alla base del modesto ampliamento degli spread sui titoli *investment grade* vi è stata l'accresciuta sensibilità al rischio di evento creditizio. Gli investitori sono parsi temere l'impatto sulle singole imprese causato da aumenti di dividendo, riacquisti di azioni proprie, fusioni e LBO. Nello stesso tempo, sembra che essi non si siano preoccupati delle conseguenze di tali operazioni per il merito di credito del settore societario nel suo insieme.

Cala la propensione per il rischio di evento creditizio ...

La propensione degli investitori al rischio di credito mostra di non essersi ripresa del tutto dalle turbolenze che hanno interessato i mercati delle obbligazioni societarie e dei CDS nel secondo trimestre 2005. Il diagramma di sinistra del grafico VI.13 riporta una stima di tale propensione. Essa corrisponde al rapporto fra le probabilità di insolvenza desunte dagli spread creditizi e quelle ottenute dai dati di bilancio per un campione di società con rating elevato. Dal grafico si evince che in aprile e maggio dello scorso anno il compenso richiesto dagli investitori a fronte del rischio di credito è cresciuto in misura notevole – anche se a partire da livelli eccezionalmente bassi –, rimanendo poi piuttosto elevato.

Un'inversione di tendenza analoga si è osservata per gli indicatori del grado di selettività degli investitori nei mercati delle obbligazioni societarie. Nel diagramma di destra del grafico VI.13, che presenta la distribuzione dei differenziali di rendimento dei titoli con rating A, si nota come nel marzo 2005, prima della fase di vendite, gli spread fossero densamente raggruppati, mentre

## Propensione al rischio nei mercati del credito



nell'aprile 2006 la loro dispersione è aumentata, riportandosi in prossimità della media di lungo periodo.

... anche se resta invariata la propensione per il rischio sistematico

A rigore, gli indicatori riportati nel grafico VI.13 incorporano due diversi tipi di premi per il rischio: il rischio sistematico e il rischio di evento. Il primo è determinato in ampia misura dalle variazioni nelle condizioni macroeconomiche, mentre il secondo, noto anche come rischio *jump-to-default*, rispecchia l'avversione nei confronti dell'incertezza circa il profilo temporale e l'entità delle perdite da insolvenza sulle singole esposizioni creditorie. Nei mercati azionari gli investitori tendono a non richiedere alcun compenso a fronte del rischio specifico, poiché in un portafoglio ben diversificato la variabilità di alcune attività viene compensata da quella di altre. Nei mercati creditizi, invece, i premi richiesti a fronte di analoghi rischi specifici paiono contribuire in misura significativa agli spread. Ciò può essere dovuto al fatto che gli eventi riguardanti un'impresa producono effetti di contagio, determinando un maggiore rischio di insolvenza di altre società. Una possibile spiegazione alternativa è la difficoltà intrinseca della diversificazione dei portafogli obbligazionari.

Sebbene non sia facile scomporre il premio stimato per il rischio, vi sono indicazioni secondo cui l'aumento osservato nel 2005 e agli inizi del 2006 sarebbe probabilmente dovuto più al calo della propensione al rischio di evento creditizio che non a una variazione di quella relativa al rischio sistematico. In primo luogo, gli indicatori del mercato azionario, quali le volatilità implicite, non segnalano alcun calo della propensione al rischio sistematico (si veda sopra), che in teoria dovrebbe essere analoga per tutte le classi di attività, essendo influenzata da andamenti dell'intera economia.

In secondo luogo, i movimenti degli spread relativi a categorie di rating diverse sono indicativi di una differente propensione degli investitori a seconda

del tipo di rischio. Più la qualità creditizia di un'obbligazione è bassa, più il suo prezzo si comporta in modo analogo a quello di un titolo azionario. Pertanto, il rischio sistematico tende a spiegare una parte più ampia dei prezzi delle obbligazioni ad alto rendimento che non di quelle con elevato rating. In linea con questa differenza nella propensione al rischio, lo scorso anno la performance dei titoli speculativi è risultata migliore di quella dei titoli con rating elevato. Nel primo trimestre 2006 gli spread sulle obbligazioni speculative si sono ristretti di circa 40 punti base, mentre quelli sui titoli di qualità elevata sono rimasti invariati (grafico VI.12). Inoltre, i mutuatari con rating *investment grade* sono stati sollecitati in misura crescente dai creditori a includere nelle emissioni obbligazionarie clausole di salvaguardia relative a cambiamenti nel controllo societario, intese a limitare le perdite per gli obbligazionisti in caso di LBO. Nello stesso tempo, i fondi di *private equity* hanno raccolto ingenti importi a condizioni favorevoli per finanziare operazioni di LBO (Capitolo VII).

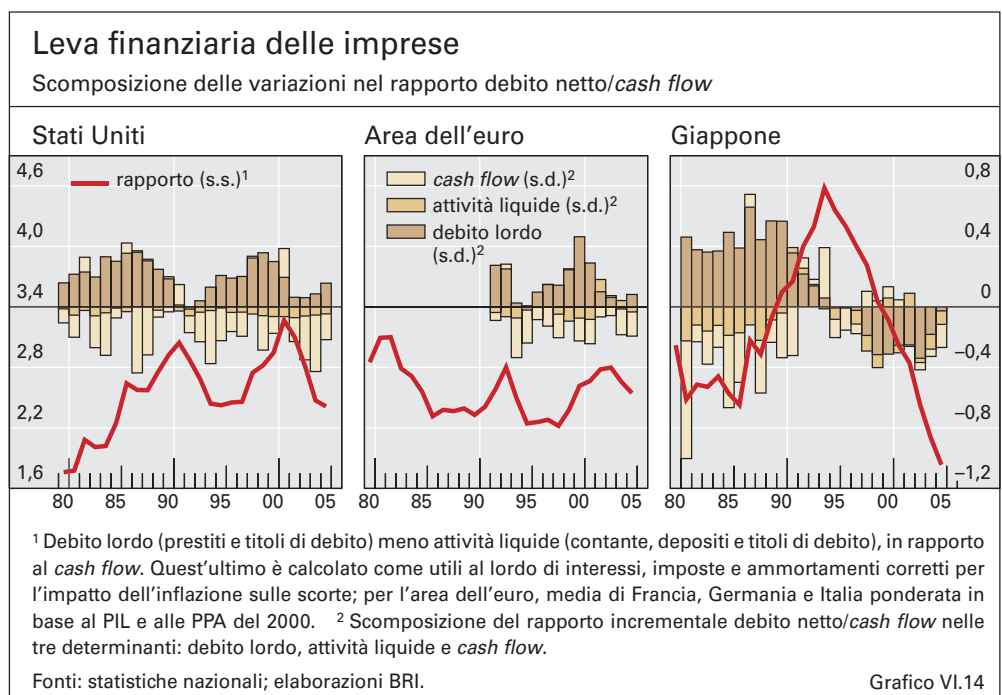
Gli spread su titoli *investment grade* e ad alto rendimento si muovono in direzioni opposte

### I bilanci societari restano solidi

La diversa propensione per i due tipi di rischio rispecchia, almeno in parte, la solidità dei bilanci societari nell'attuale congiuntura. L'intensificarsi delle operazioni a vantaggio degli azionisti nel 2005 ha rallentato il miglioramento della qualità creditizia delle imprese, ma non l'ha peggiorata.

Negli Stati Uniti il rapporto fra passività nette e *cash flow* è sceso lo scorso anno al livello più basso dalla metà degli anni novanta (grafico VI.14), e ciò sebbene il nuovo indebitamento delle società non finanziarie abbia segnato una netta ripresa, dovuta in parte a esigenze di investimento e di capitale circolante, ma anche al finanziamento di acquisizioni. A livello aggregato, tuttavia, tale debito addizionale è stato più che compensato dalla crescita eccezionalmente rapida degli utili. Inoltre, le società statunitensi hanno

Gli indici di leva delle imprese calano negli Stati Uniti e in Giappone ...



continuato ad accumulare riserve liquide, seppure a ritmi inferiori rispetto agli anni passati.

... ma meno nell'area dell'euro

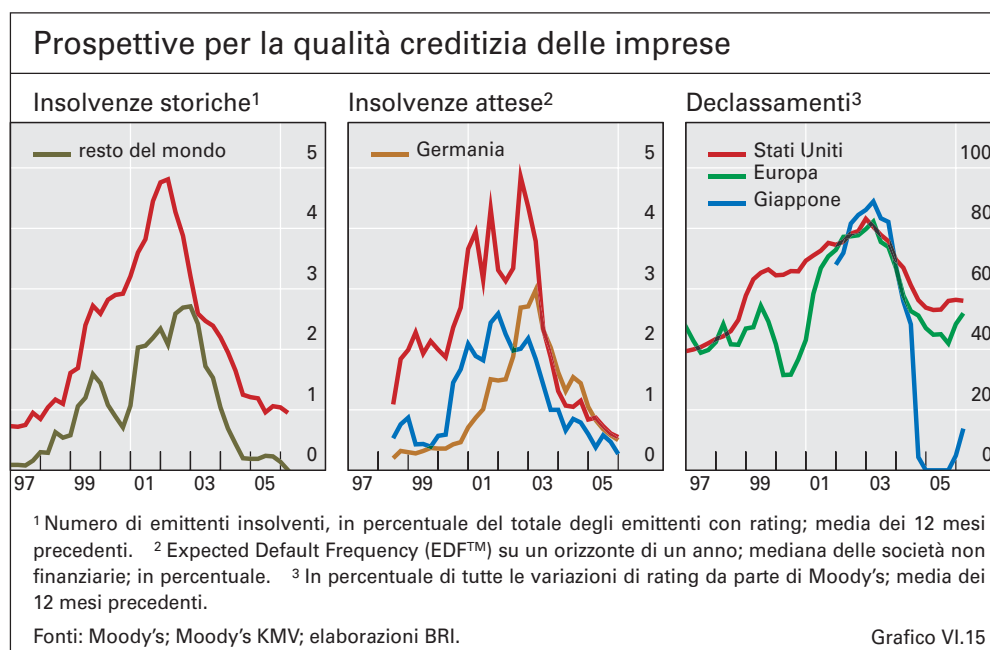
Le imprese dell'area dell'euro sono state più lente delle loro omologhe statunitensi nel consolidare i bilanci. Nel 2005 i loro indici di leva finanziaria erano ancora prossimi ai massimi ciclici. Nondimeno, durante l'anno il rapporto fra debito netto e *cash flow* è calato, per il secondo anno consecutivo. Così come negli Stati Uniti, la flessione è stata favorita dalla crescita dei profitti. Le società tedesche, in particolare, sono state in grado di accrescere i margini di profitto nonostante il ritmo moderato dell'espansione economica. Per contro, quelle italiane hanno avuto difficoltà a preservare i loro margini.

In Giappone gli indici di leva sono scesi ai minimi di oltre vent'anni. Contrariamente al passato, quando la riduzione del debito era stata la causa principale del minor rapporto passività nette/*cash flow*, nel 2005 è stata la più rapida crescita degli utili ad avere un ruolo determinante. Questa accelerazione è ascrivibile alle imprese orientate al mercato nazionale, i cui profitti hanno tratto impulso dalla ripresa della domanda interna. I rimborsi di passività hanno ancora una volta superato i nuovi prestiti, ma lo scarto fra i due è risultato il più basso da metà anni novanta. Sempre più società hanno preferito accrescere la spesa per investimenti o le riserve liquide, anziché rimborsare debito in essere.

Aumento dei declassamenti di rating

In prospettiva, stanno emergendo indizi di pressioni sulla qualità creditizia delle imprese. Come già detto, l'indebitamento delle società sta accelerando. In aggiunta, è aumentata nel 2005 la quota dei declassamenti di società non finanziarie sul totale delle variazioni di rating, non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa e Giappone (grafico VI.15).

Ciò nonostante, data la solidità dei bilanci del settore societario nel suo complesso, la maggior parte degli operatori si attende che la svolta nel ciclo del credito sia graduale. In effetti, contrariamente alle previsioni di molti analisti, nell'ultimo anno i tassi di insolvenza anziché salire sono leggermente



calati. Nei dodici mesi terminanti a marzo 2006 il numero dei mutuatari con rating resisi inadempienti è stato il più basso dalla metà del 1997 (grafico VI.15). Inoltre, agli inizi del 2006 le stime prospettiche dei tassi di insolvenza elaborate da Moody's KVM in base ai dati di bilancio e alla volatilità dei corsi azionari rimanevano in prossimità dei minimi ciclici.

#### *Vulnerabilità dei mercati a una diversa valutazione del rischio*

Se il ciclo del credito dovesse raggiungere il punto di svolta più celermente di quanto si preveda oggi, le condizioni di finanziamento delle imprese potrebbero deteriorarsi rapidamente, in special modo qualora l'aggiustamento degli attuali squilibri macroeconomici, come il disavanzo corrente USA, indebolisse la crescita produttiva (Capitolo II).

Anche nel caso in cui la crescita rimanesse robusta, la qualità creditizia e quindi le condizioni di finanziamento potrebbero essere pregiudicate dal più rapido ritmo di indebitamento delle imprese. L'attività di fusione e acquisizione ha continuato a intensificarsi nei primi mesi del 2006, mentre le operazioni di LBO hanno assunto una dimensione e un grado di leva sempre maggiori. Inoltre, non è ancora chiaro come le imprese intendano impiegare il cospicuo ammontare di liquidità accumulato negli ultimi anni, se investirlo in progetti redditizi ovvero restituirlo agli azionisti.

L'evoluzione del mercato dei prodotti strutturati rappresenta un'ulteriore fonte di vulnerabilità per le condizioni creditizie. I mercati dei titoli garantiti da ipoteche e da altre attività sono fra i segmenti maggiori e in più rapida crescita dei mercati mobiliari internazionali. Inoltre, negli ultimi anni si è assistito a uno straordinario ampliamento della gamma di prodotti e di tecniche di cartolarizzazione. Tuttavia, il comportamento di molti di questi strumenti innovativi non ha ancora superato il banco di prova di una recessione economica: qualora gli investitori dovessero subire su questi prodotti perdite maggiori del previsto, ne potrebbe conseguire una rivalutazione del rischio nell'insieme dei mercati.

Una causa di perdite inattese potrebbero essere gli errori di modellizzazione. La valutazione di prezzo dei prodotti strutturati si basa in misura assai maggiore su modelli quantitativi di quanto non avvenga per le obbligazioni societarie. Tali modelli spesso incorporano ipotesi semplificatrici che se non paiono produrre effetti troppo distorsivi sulle stime delle perdite attese allorché le condizioni del mercato sono favorevoli, possono invece avere conseguenze gravose in caso di deterioramento della situazione.

Un'altra causa potenziale è una gestione carente del rischio. Mentre le perdite attese su obbligazioni e prodotti strutturati di pari rating sono di entità comparabile, l'incertezza riguardo alla dimensione e gravità delle perdite è maggiore nel caso dei prodotti strutturati. Ad esempio, il grado di concentrazione delle esposizioni può incidere significativamente sulla distribuzione dei possibili esiti di tali strumenti. Tuttavia i rating non colgono pienamente questo aspetto, per cui un eccessivo affidamento sulle valutazioni delle agenzie potrebbe indurre i detentori di prodotti strutturati a sottovalutare i rischi cui sono esposti. I rating dei titoli della finanza strutturata tendono a variare con minore frequenza rispetto a quelli delle obbligazioni societarie, ma quando diminuiscono lo fanno in genere in misura maggiore. Secondo Moody's, nel

Le condizioni creditizie potrebbero risentire degli squilibri mondiali ...

... di un più rapido processo di *releverage* ...

... e degli sviluppi nei mercati della finanza strutturata

periodo 1984-2004 l'entità dei declassamenti è stata mediamente di quasi quattro gradi per i prodotti strutturati, rispetto a meno di due gradi per i titoli di debito societari.

La mutata struttura dei mercati MBS statunitensi ...

Al fine di comprendere le vulnerabilità causate dai prodotti strutturati, si consideri il mercato USA dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria (*mortgage-backed securities*, MBS). Si tratta del mercato obbligazionario più grande del mondo, con volumi in essere a fine 2005 prossimi a \$6 trilioni, equivalenti a quasi il 50% del PIL statunitense. La crescita degli ultimi anni è stata trainata dalla cartolarizzazione dei prestiti ipotecari erogati a mutuatari non di prim'ordine: il 40% circa degli MBS emessi nel 2005 era garantito da prestiti di questo tipo, rispetto al 10% di fine anni novanta. Il prezzo dei portafogli di ipoteche viene spesso determinato in base al punteggio (*credit score*) medio dei prenditori sottostanti. A causa della relazione non lineare fra i tassi di insolvenza e i *credit score*, la probabilità di insolvenza associata alla media dei punteggi fornisce in genere un valore inferiore a quella calcolata sulla base dell'intera distribuzione. Le perdite derivanti da questa sottostima non sono probabilmente consistenti in presenza di un andamento sostenuto dei mercati delle abitazioni, ma rischiano di crescere bruscamente nel caso di una tendenza flettente, cosicché gli investitori in MBS potrebbero ritrovarsi esposti a perdite superiori a quelle previste.

... complica la gestione del rischio

Inoltre, mentre il rischio di rimborso anticipato insito negli MBS statunitensi è stato tradizionalmente influenzato soprattutto dalla variazione dei tassi di interesse, quello relativo a prestiti ipotecari erogati a una gamma in rapida crescita di mutuatari è divenuto sempre più sensibile ai cambiamenti del merito di credito del debitore e alle oscillazioni dei prezzi delle abitazioni. Ad esempio, allorché questi ultimi salgono, il rapporto fra prestito e valore della garanzia cala, dando al mutuatario la possibilità di rifinanziare il prestito beneficiando di una riduzione dei costi. Questo aspetto complica ulteriormente la valutazione e la gestione dei rischi cui sono esposti i detentori di MBS.

## Spread ai minimi storici nei mercati emergenti

I prezzi delle attività nell'insieme dei mercati emergenti hanno segnato guadagni spettacolari nel 2005 e ancora nel 2006, anche quando le condizioni monetarie venivano inasprite in vari importanti paesi sviluppati. La fase rialzista iniziata a metà anno ha portato gli spread sui titoli di emittenti sovrani ai minimi storici, al disotto dei livelli toccati nel 1997 prima della crisi finanziaria asiatica. Il calo si è concentrato nel segmento a più alto rendimento, proseguendo una tendenza osservabile negli ultimi anni.

Il basso livello degli spread riflette un miglioramento dei fondamentali ...

L'entusiasmo degli investitori per le attività dei mercati emergenti deriva in parte dalla positiva valutazione delle grandezze economiche fondamentali. I progressi realizzati negli ultimi anni per quanto concerne la posizione esterna, il sistema finanziario e le politiche monetarie e fiscali hanno accresciuto la resilienza agli shock di molte economie emergenti, riducendo la rischiosità degli investimenti in questi mercati (Capitolo III). Nel 2005 gli innalzamenti del rating di soggetti sovrani da parte di Moody's sono stati tre volte superiori ai declassamenti.



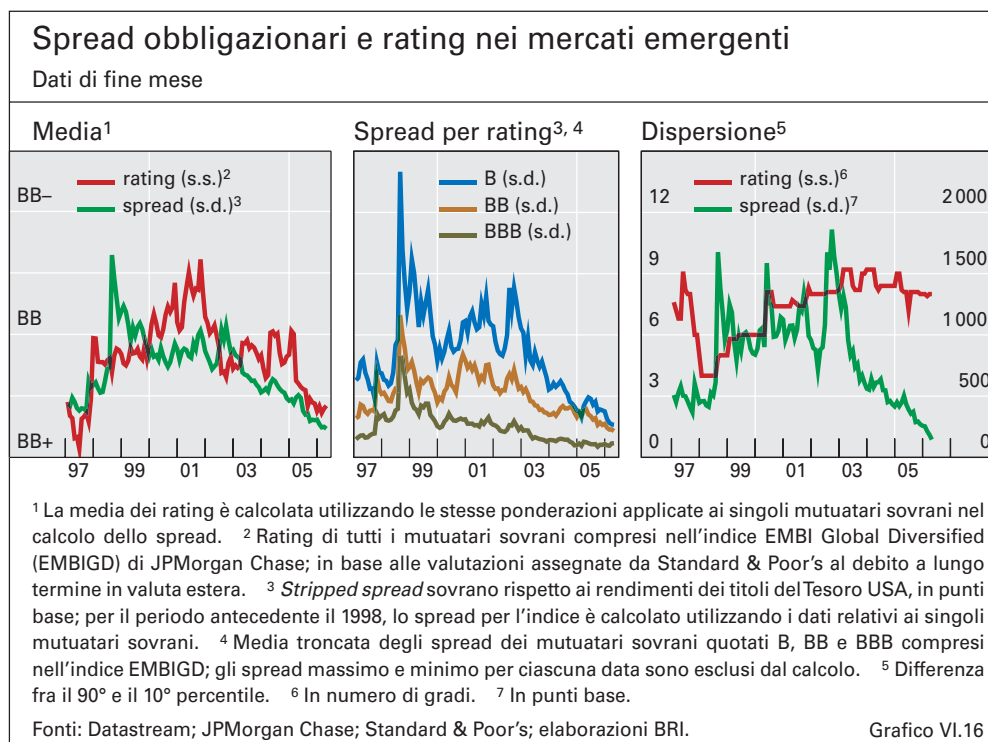
Al tempo stesso, gli spread sulle obbligazioni dei mercati emergenti appaiono in certa misura più bassi di quanto sarebbe giustificato dai fondamentali misurati in termini di rating sovrani. L'indice degli spread sovrani EMBI Global Diversified di JPMorgan Chase è calato di 200 punti base in marzo e aprile di quest'anno, scendendo a circa 100 punti sotto il precedente minimo di metà 1997, per poi tornare a crescere lievemente in maggio. Tuttavia, il merito di credito dei paesi emittenti in base ai rating creditizi risultava inferiore al 1997, pur essendo migliorato significativamente dal 2001. Anche all'interno delle singole classi di rating nella prima parte del 2006 gli spread sono scesi al disotto dei precedenti minimi del 1997 (grafico VI.16, diagrammi di sinistra e centrale).

... e la propensione al rischio degli investitori

La dispersione degli spread in relazione ai rating fa ritenere inoltre che la domanda di attività dei mercati emergenti stia rendendo gli investitori meno selettivi nei confronti dei mutuatari rispetto al recente passato. Agli inizi del 2006, allorché gli spread sovrani mostravano un addensamento senza precedenti, i rating continuavano a presentare un'elevata dispersione, segnalando l'esistenza di differenze significative nel merito di credito dei mutuatari compresi nell'indice non colte dalla distribuzione degli spread (grafico VI.16, diagramma di destra).

Una spiegazione alternativa delle discrepanze nella media e nella varianza dei rating rispetto agli spread è che esse siano semplicemente dovute a cambiamenti dei criteri applicati dalle agenzie nell'assegnare i rating. Vi sono diffuse indicazioni secondo cui, dopo la crisi finanziaria asiatica, le agenzie avrebbero attribuito un peso maggiore al rischio di liquidità e alla solidità dei sistemi finanziari, e ciò potrebbe averle rese di fatto più severe nell'assegnazione dei rating. In tal caso, la divergenza fra rating e spread non implicherebbe necessariamente che la valutazione dei fondamentali dei paesi emergenti da parte del mercato sia divenuta più ottimistica.

Le modifiche metodologiche delle agenzie di rating ...

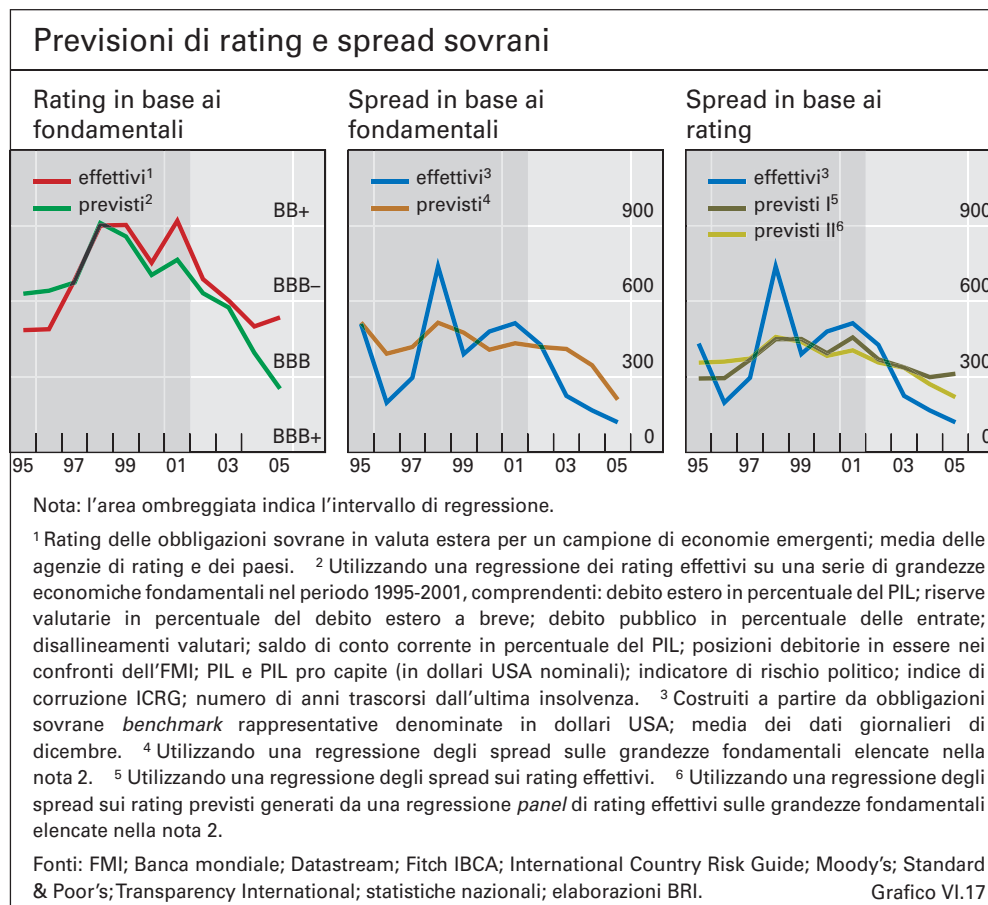




... potrebbero dissimulare il miglioramento dei fondamentali

Vi sono riscontri statistici a conferma di un effettivo inasprimento dei criteri di valutazione. Il grafico VI.17 mostra i rating attuali (medi) e quelli previsti (medi) in base a una regressione *panel* di rating sovrani effettuata su una serie di variabili economiche per un campione relativamente ampio di economie emergenti. Il modello è piuttosto efficace nel prevedere i rating medi sul debito pubblico in valuta estera nel periodo 1995-2001, mentre le previsioni per il periodo fuori campione 2002-05 risultano tendenzialmente più elevate dei valori effettivi medi riscontrati. Per l'intero campione di paesi il modello indica che nel 2005 il rating medio sul debito pubblico in valuta avrebbe dovuto approssimarsi a BBB, mentre quello effettivo medio si situava a un grado inferiore, intorno a BBB-. Tuttavia, specificazioni differenti del modello forniscono risultati meno chiari. Ad esempio, se si escludono dalla regressione i paesi che hanno mantenuto un rating *investment grade* durante tutto il periodo 1995-2005, la differenza fra rating previsti ed effettivi non è più manifesta.

Quand'anche si ammettesse l'inasprimento dei criteri di valutazione, questo non basterebbe a spiegare interamente la compressione degli spread. Il diagramma centrale del grafico VI.17 pone gli spread in relazione diretta con i fondamentali, senza considerare i rating. Gli spread previsti per il periodo 2002-05 superano – di circa 90 punti base a fine 2005 – quelli effettivi medi per l'intero campione di paesi. Tuttavia, come si può notare dal diagramma di destra del grafico, i cambiamenti dei criteri utilizzati dalle agenzie di rating sono responsabili, al massimo, di circa la metà di questa differenza.



In sintesi, il confronto degli spread dei mercati emergenti nel corso del tempo e in relazione ai rating creditizi indica che i bassi livelli attuali dei differenziali sono attribuibili sia a un miglioramento dei fondamentali dell'economia – forse maggiore di quanto non emerga dai rating sovrani – sia all'accresciuta propensione al rischio degli investitori. Nella misura in cui, agli inizi del 2006, gli spread risultavano più contenuti di quanto giustificato dai fondamentali, i mercati emergenti sono divenuti più vulnerabili a una possibile rivalutazione del rischio.