

## 1. Quadro generale degli sviluppi: mercati in rialzo grazie alle migliori prospettive

Il miglioramento delle prospettive economiche ha favorito un rialzo dei mercati azionari e creditizi tra metà maggio e metà agosto. L'ascesa dei listini azionari, che in Giappone e in Europa hanno raggiunto il livello più alto da alcuni anni a questa parte, è riconducibile ai positivi rapporti sugli utili. Le condizioni sui mercati creditizi si sono stabilizzate, contribuendo al calo degli spread societari dai picchi dello scorso maggio. Nel contempo, i differenziali sui titoli dei mercati emergenti si sono approssimati ai minimi storici osservati in precedenza durante l'anno, nonostante la sostenuta attività di emissione internazionale dei prenditori di quest'area.

La serie di "sorprese" verificatesi nel periodo in esame non ha perturbato lo slancio dei mercati. Gli attacchi terroristici di luglio a Londra non sono riusciti a frenare l'entusiasmo degli investitori. Le incertezze politiche di Brasile e Filippine hanno influito solo temporaneamente sui paesi emergenti. La tanto attesa rivalutazione del renminbi cinese è stata accolta in maniera ordinata e ha prodotto scarsi effetti durevoli sui prezzi nei principali mercati finanziari. I timori connessi con gli alti corsi petroliferi hanno tuttavia finito per erodere parte dei guadagni conseguiti dai listini azionari e obbligazionari.

La propensione degli investitori per le attività a più alto rischio ha continuato a trarre sostegno dal basso livello dei rendimenti nominali. Di fatto, i segnali di una robusta crescita e le revisioni al rialzo nella dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno innalzato i rendimenti a lunga tra fine giugno e metà agosto, specie nei mercati del dollaro e dello yen. I tassi hanno tuttavia seguito a oscillare entro l'intervallo osservato nell'ultimo anno.

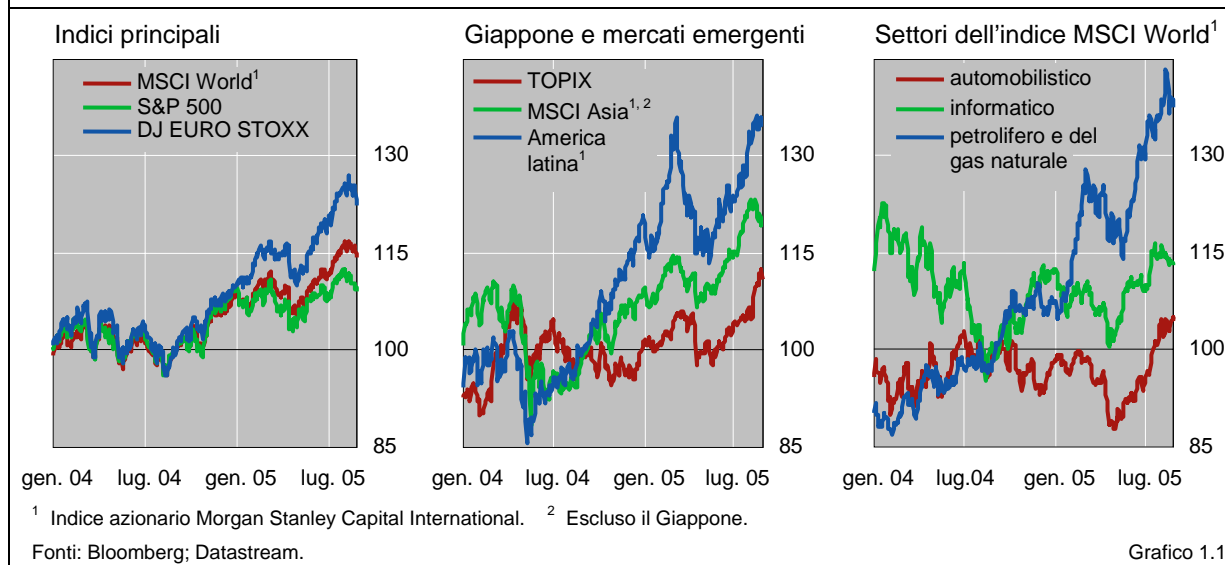
### Vigorosa ascesa dei mercati azionari grazie ai forti profitti societari

Dopo le vendite di marzo e aprile, i mercati azionari hanno segnato una forte ripresa a partire da maggio (grafico 1.1). Fra il 13 maggio, data del più recente minimo, e il 26 agosto l'indice S&P 500 ha guadagnato più del 4%; il DJ EURO STOXX e il TOPIX sono cresciuti in misura ancor maggiore, fino a toccare i livelli massimi da alcuni anni. Le borse valori di America latina e Asia emergente hanno messo a segno progressi anche più elevati, pari rispettivamente al 19 e al 9%.

La ripresa dei  
mercati azionari ...

## Prezzi delle azioni per area geografica e per settore

in valuta locale; 1° settembre 2004 = 100



Il principale fattore propulsivo dei mercati azionari è stato l'inaspettato vigore degli utili delle imprese. Dopo gli straordinari aumenti del 2004, gli investitori si attendevano per il 2005 un rallentamento dei profitti, che però si è rivelato inferiore al previsto. In Europa e negli Stati Uniti gli utili societari sono aumentati nel secondo trimestre 2005 di oltre il 10% sul periodo corrispondente, meno dell'anno precedente, ma comunque a un tasso superiore di diversi punti percentuali rispetto a quanto anticipato. In effetti, come già nel primo trimestre, all'interno dell'indice S&P 500 le società che hanno annunciato profitti superiori alle attese hanno superato quelle con profitti inferiori; tale scarto è il più alto dal marzo 2004 (grafico 1.2). In Europa gli annunci sugli utili hanno mostrato un profilo analogo. I risultati di importanti operatori della distribuzione al dettaglio, quali Amazon e Wal-Mart, e primarie società tecnologiche, come Microsoft ed eBay, hanno largamente superato le aspettative. Sorprese positive sono in genere provenute anche dalle case automobilistiche, specie in Europa, dove Fiat e Volkswagen hanno segnalato risultati ben al di sopra delle previsioni degli analisti. Gli utili migliori del previsto di AIG, la grande compagnia assicurativa che quest'anno aveva reso note irregolarità contabili, hanno concorso a un aumento di quasi l'1% dell'S&P 500 nella mattina del 10 agosto.

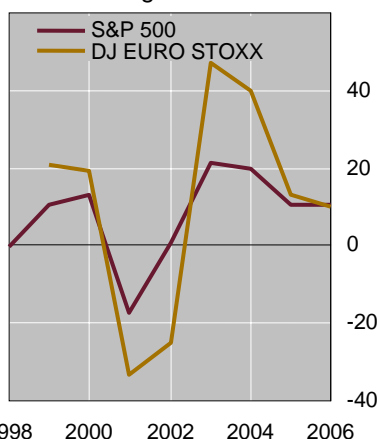
Un miglioramento delle prospettive economiche ha rafforzato i rialzi dei listini azionari, specie di quelli statunitensi e giapponesi. Negli Stati Uniti una serie di indicatori economici inaspettatamente positivi – tra cui i risultati dell'indagine ISM di luglio e agosto e quelli del rapporto sull'occupazione nei settori non agricoli di agosto – segnalava la prosecuzione di una crescita robusta (grafico 1.3). In Giappone le buone notizie macroeconomiche provenienti dall'indagine Tankan per il mese di luglio e dai dati particolarmente elevati sugli ordinativi di macchinari in agosto hanno indotto gli economisti a innalzare le previsioni di crescita.

... è riconducibile all'inaspettato vigore degli utili ...

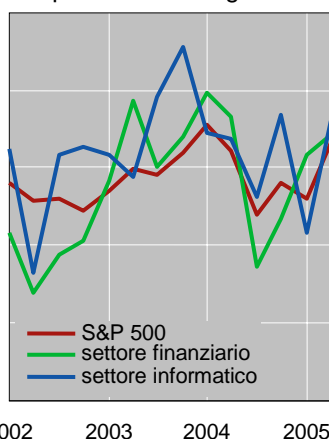
... e alle buone prospettive economiche ...

## Utili societari

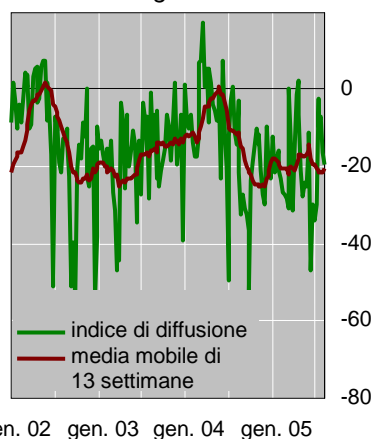
Crescita degli utili<sup>1</sup>



Sorprese relative agli utili<sup>2,3</sup>



Profit warning<sup>2,4</sup>



<sup>1</sup> Variazione percentuale annua della media ponderata degli utili operativi per azione; per il 2004, stime; per il 2005-2006, previsioni.  
<sup>2</sup> Società comprese nell'indice S&P 500. <sup>3</sup> Numero di società con utili trimestrali annunciati superiori alle attese, in percentuale delle società che effettuano annunci sugli utili trimestrali. <sup>4</sup> Numero di società che hanno annunciato revisioni positive degli utili prospettici meno numero di società che hanno annunciato revisioni negative, in percentuale delle società che hanno annunciato revisioni positive, neutre o negative.

Fonti: Bloomberg; I/B/E/S; elaborazioni BRI.

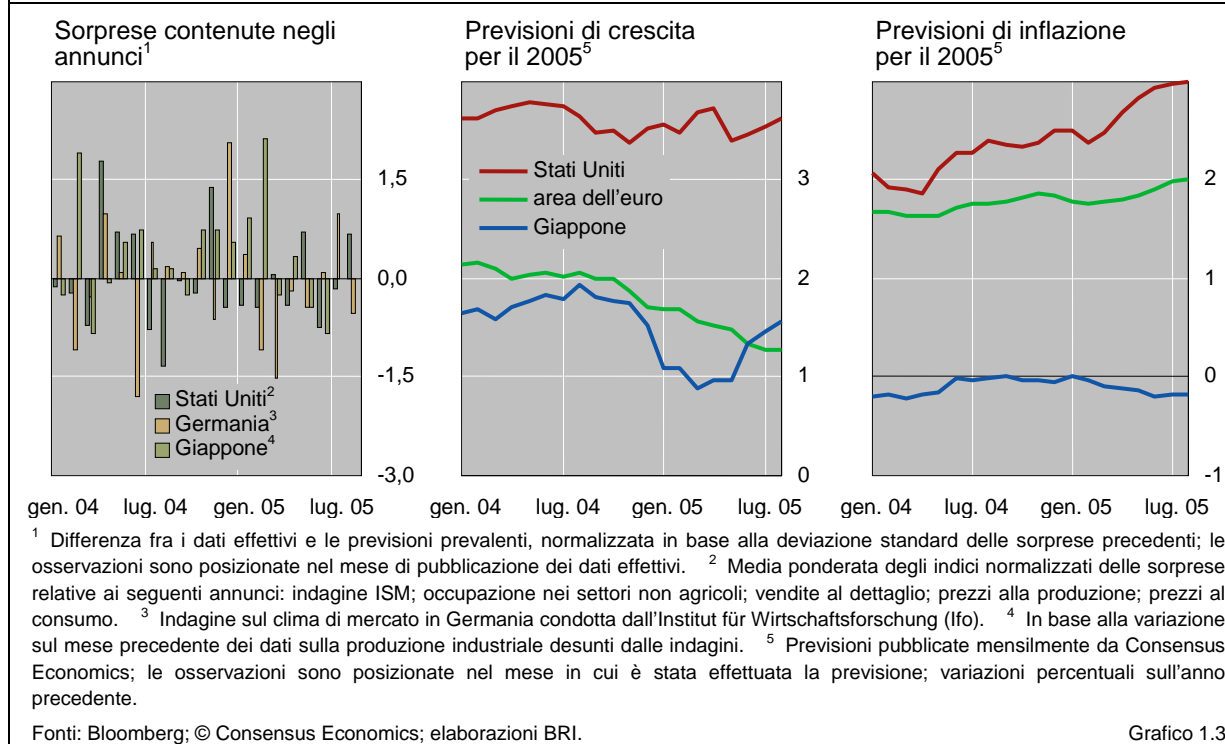
Grafico 1.2

... e non risente particolarmente dei rincari petroliferi

I nuovi rincari dei corsi petroliferi non sono riusciti a frenare l'entusiasmo degli investitori. Il prezzo del greggio di qualità Brent è aumentato costantemente dai \$47 al barile di metà maggio al livello record (in termini nominali) di \$67 a metà agosto. I crescenti prezzi energetici sono stati uno dei fattori spesso citati negli annunci di revisione delle prospettive sugli utili da parte delle imprese. Eppure nella prima metà di quest'anno le società sembrano essere riuscite a compensare i rincari di materie prime ed energia attraverso un aumento dei prezzi di vendita e ulteriori abbattimenti dei costi, così mantenendo – o persino incrementando – i margini di profitto. Verso la fine di agosto si sarebbero intensificate le incertezze riguardo alla possibile prosecuzione di questa tendenza nella seconda metà del 2005, e i mercati azionari hanno perso parte dei precedenti guadagni.

Gli investitori sono rimasti sensibili alle variazioni del ritmo previsto dell'inasprimento monetario e, in particolare, ai segnali di un surriscaldamento dell'economia statunitense che potesse indurre a una stretta meno "misurata" da parte della Federal Reserve. Le correzioni al rialzo della dinamica attesa dei tassi ufficiali USA in giugno e luglio non hanno compromesso la fase rialzista dei mercati azionari poiché si sono accompagnate a un rafforzamento delle prospettive di crescita (cfr. oltre). Per converso, i dati migliori del previsto sull'occupazione non agricola diffusi il 5 agosto hanno accresciuto i timori che la Federal Reserve potesse essere costretta ad accelerare il ritmo dell'inasprimento per evitare l'accumularsi di pressioni inflazionistiche, determinando quel giorno un calo pronunciato delle quotazioni azionarie mondiali. Il più forte aumento giornaliero segnato dall'S&P 500 durante la fase di rialzo (pari all'1,2%) si è verificato l'8 luglio, quando il rapporto sull'occupazione di giugno, lievemente inferiore alle aspettative, ha dissipato i timori di un surriscaldamento dell'economia.

## Annunci macroeconomici



Un segnale del vigore di fondo della fase ascendente è stata la capacità di tenuta di cui hanno dato prova i mercati azionari di fronte agli attacchi terroristici di Londra del 7 luglio. A differenza di quanto accaduto l'11 settembre 2001 negli Stati Uniti, gli attentati di Londra non hanno danneggiato l'infrastruttura su cui poggia l'intensa attività finanziaria della città. Di conseguenza, gli scambi sono proseguiti come di consueto. Quel giorno gli indici FTSE e DJ EURO STOXX hanno sì perso l'1½% circa, ma il calo è stato prontamente riassorbito ed entrambi gli indici sono tornati ai livelli precedenti gli attentati nel giro di qualche giornata. Ciò contrasta nettamente anche con quanto verificatosi in occasione degli attentati di Madrid nel marzo 2004, quando occorre più di un mese affinché gli indici recuperassero le perdite subite.

I mercati azionari hanno resistito bene anche alla rivalutazione del renminbi cinese il 21 luglio (cfr. il riquadro a pag. 8). In un primo momento le azioni di società esportatrici giapponesi hanno duramente risentito del provvedimento, che si pensava potesse preludere a un forte apprezzamento dello yen. Nel giorno della rivalutazione della moneta cinese lo yen si è apprezzato del 2% rispetto al dollaro USA e all'apertura del giorno seguente la borsa di Tokyo ha perso più dell'½%. Tuttavia, poiché l'apprezzamento della valuta nipponica si è rivelato solo temporaneo, ha avuto vita breve anche l'impatto sui listini azionari, tornati ai livelli preesistenti in meno di una settimana. Altri mercati asiatici hanno avuto la tendenza ad aumentare nei giorni successivi all'annuncio e il mercato azionario A cinese è balzato del 2,5%. Le borse statunitensi ed europee si sono mosse solo di poco.

I mercati resistono bene di fronte agli attacchi terroristici di Londra ...

... e alla rivalutazione del renminbi

In Giappone le incertezze di natura politica hanno destabilizzato il mercato di Tokyo nella prima settimana di agosto. Il giorno 5 i listini sono bruscamente calati sullo sfondo delle crescenti aspettative di un veto sulla legge di privatizzazione del servizio postale. Essi sono però tornati a salire dopo la bocciatura del provvedimento l'8 agosto e il successivo annuncio di elezioni politiche.

Rimane modesta la propensione al rischio ...

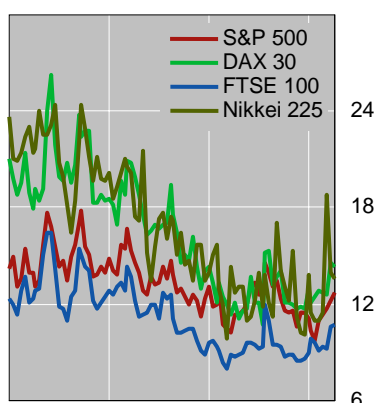
Tra le cause della ripresa dei mercati azionari mondiali non sembra invece figurare un aumento della propensione al rischio (grafico 1.4). A dire il vero, le misure ricavate dai prezzi delle opzioni su indici azionari e dalla loro correlazione con la volatilità effettiva avevano segnalato un netto incremento della tolleranza al rischio negli Stati Uniti e in Germania tra la primavera e l'estate. Tuttavia, questi indicatori sono tornati a scendere in agosto all'aumentare delle volatilità implicite. La componente principale delle misure della propensione al rischio calcolate sugli indici DAX, FTSE ed S&P 500 si è situata in quel mese in prossimità dei livelli prevalenti dopo le ondate di vendite di marzo e aprile, e ben al disotto dei massimi stimati a fine 2004.

... e i rapporti prezzo/utigli risultano in linea con le medie storiche

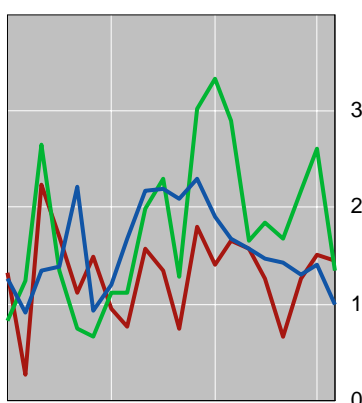
La propensione al rischio relativamente modesta spiega forse perché, nonostante l'ascesa delle quotazioni azionarie, i rapporti prezzo/utigli prospettici dei principali mercati siano rimasti in linea con le medie storiche. Ipotizzando una crescita dei profitti nell'anno successivo pari all'11%, in agosto il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 è stato pari a circa 15, contro una media di 16 negli anni novanta. Storicamente gli analisti hanno avuto la tendenza a sovrastimare la crescita degli utili, sicché le attuali previsioni in materia potrebbero rivelarsi ottimistiche. Allo stesso tempo, negli ultimi trimestri i profitti hanno di fatto superato le previsioni.

### Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari

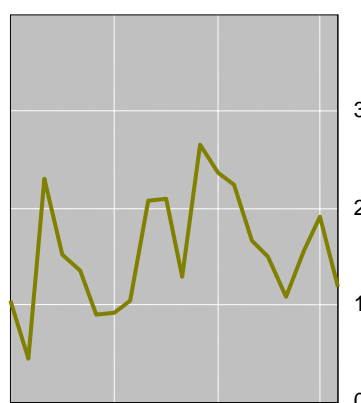
Volatilità implicite<sup>1</sup>



Indicatori della propensione al rischio<sup>2</sup>



Componente principale<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* alla pari su indici azionari; medie settimanali. <sup>2</sup> Ricavati dalle differenze tra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. <sup>3</sup> Prima componente principale dei tre indicatori della propensione al rischio.

Fonti: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; elaborazioni BRI. Grafico 1.4

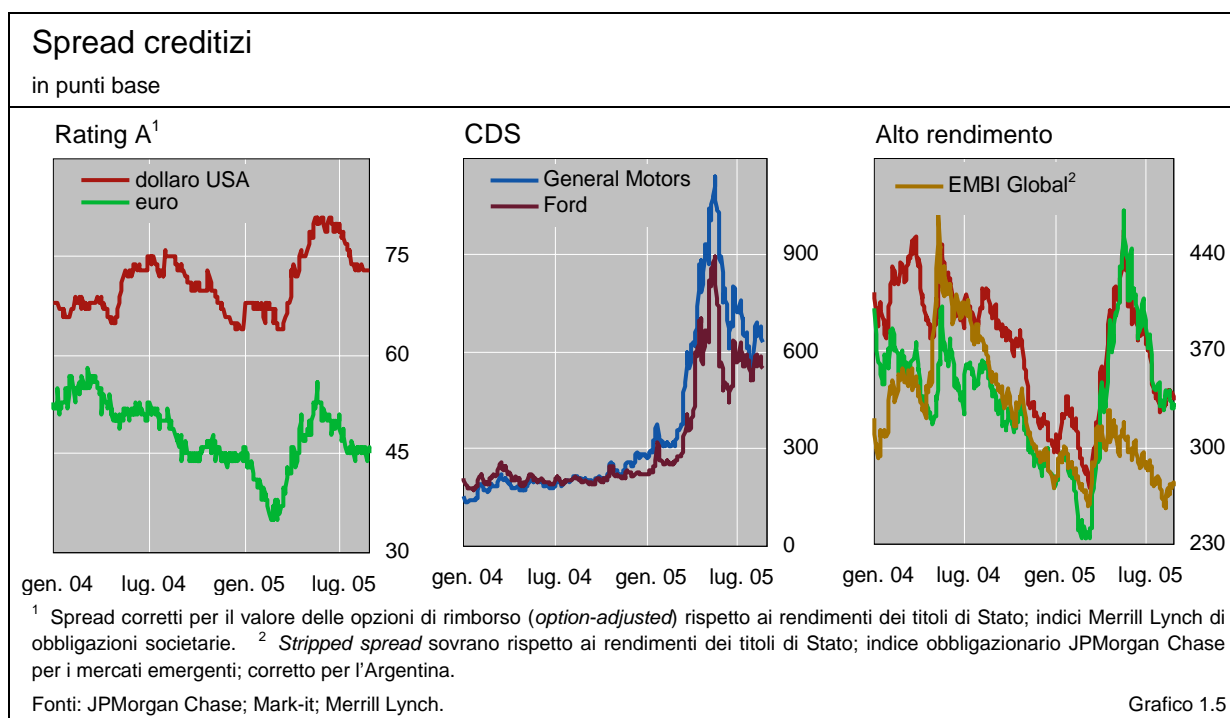
## Ripresa dei mercati creditizi

Anche sui mercati creditizi si è osservato lo stesso miglioramento del clima di fiducia degli investitori che ha caratterizzato i mercati azionari. Dopo l'ampliamento intervenuto tra metà marzo e metà maggio gli spread sulle obbligazioni societarie e sui *credit default swap* sono calati costantemente nei tre mesi successivi. Il differenziale tra titoli privati quotati A e titoli del Tesoro USA, che era salito dai 65 punti base del 16 marzo agli 81 punti del 18 maggio, era tornato a quota 73 il 26 agosto (grafico 1.5). Gli spread sui titoli societari ad alto rendimento si sono ristretti in misura ancor maggiore: il 26 agosto si collocavano a 334 punti base, solo 63 punti al disopra del minimo di marzo e 123 al disotto del picco di maggio.

A rafforzare la fiducia degli investitori a fine maggio e in giugno ha contribuito la limitatezza del contagio ad altri segmenti dei mercati creditizi delle perturbazioni verificatesi agli inizi di maggio sui mercati degli strumenti derivati a causa del declassamento di General Motors e Ford. I timori di potenziali difficoltà di finanziamento per una o più grandi istituzioni finanziarie e di un'eventuale liquidazione di attività degli hedge fund si sono rivelati infondati. Taluni fondi speculativi, specie quelli coinvolti nell'attività di arbitraggio su obbligazioni convertibili, hanno di fatto subito ingenti perdite nella prima metà del 2005, e sono stati posti in liquidazione. Tuttavia, nel secondo trimestre il settore nel suo complesso ha continuato a beneficiare di afflussi netti di nuove sottoscrizioni. La liquidità ha tardato a tornare sul mercato delle *index tranche* e i prestiti sindacati avrebbero rimpiazzato gli strumenti sintetici quale principale strumento di garanzia collaterale per le nuove emissioni di *collateralised debt obligation* (CDO). In giugno e in luglio le emissioni di CDO hanno tuttavia segnato un forte recupero rispetto ai bassi

Spread creditizi in costante calo ...

... grazie al limitato contagio delle tensioni di maggio sui mercati derivati



livelli di maggio, a indicare che il funzionamento dei mercati dei derivati su crediti non ha subito danni durevoli.

Nondimeno, gli eventi del maggio 2005 lasciano irrisolti taluni quesiti riguardo a come i mercati creditizi potrebbero reagire di fronte a un diffuso deterioramento della qualità del credito. Il comparto dei derivati ha indubbiamente accresciuto la liquidità dei mercati creditizi in generale e facilitato la gestione e il monitoraggio delle esposizioni al rischio di credito. Al tempo stesso, la complessità di alcuni prodotti e dei connessi sistemi di gestione del rischio, la crescente presenza sui mercati creditizi di operatori ad alta leva finanziaria e la possibilità che le strategie di investimento siano meno differenziate di quanto atteso rendono arduo prevedere quale sarà il funzionamento dei mercati del credito in condizioni di maggiore stress.

Ciò detto, la probabilità di un diffuso deterioramento della qualità creditizia nel breve termine resta bassa. I sostenuti ritmi di crescita dell'attività economica e degli utili negli ultimi mesi hanno contribuito a ripristinare la fiducia degli investitori nelle prospettive per la qualità creditizia dopo la fase di vendite. Vero è che l'indebitamento a breve è tornato a crescere nei trimestri più recenti, specie fra le imprese USA, e il rapporto fra avanzamenti e declassamenti di rating sembra aver toccato il punto di svolta superiore nella prima parte del 2005. Inoltre, secondo Standard & Poor's i tassi di inadempienza di società della classe "speculativa" dovrebbero aumentare gradualmente nel corso del prossimo anno. Tuttavia, si prevede che in generale i tassi di inadempienza rimangano ben al disotto della loro media di lungo periodo. In effetti, da anni i bilanci societari negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone non sono così solidi.

Così come già accaduto con l'ondata di vendite di quest'anno, anche la recente ascesa sui mercati creditizi è stata trainata dal settore automobilistico (grafico 1.5). Sebbene la maggior parte delle principali agenzie di rating abbia relegato General Motors e Ford al disotto della qualità bancaria, il debito delle due società continua a figurare in misura significativa nei portafogli di molti investitori e su di esso si basano inoltre numerosi prodotti strutturati. Gli investitori sono stati incoraggiati dalle iniziative intraprese da General Motors al fine di ottenere un avanzamento di rating – presumibilmente alla qualità bancaria – per la sua affiliata finanziaria, General Motors Acceptance Corporation (GMAC).

Nemmeno il perdurare delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) è sembrato turbare gli investitori. Nella prima metà del 2005 queste operazioni hanno raggiunto il livello massimo dagli anni ottanta (grafico 1.6). Inoltre, è aumentato il loro taglio medio. Se le LBO avevano contribuito alla fase di cessioni sui mercati creditizi nel secondo trimestre, in giugno e in luglio i timori riguardo a queste operazioni paiono essere venuti meno. In maggio gli investitori hanno annunciato un piano per l'acquisto di una partecipazione di maggioranza nella società italiana di telefonia mobile Wind per €12 miliardi. In luglio gli investitori di *private equity* non hanno avuto grosse difficoltà a reperire sui mercati delle obbligazioni ad alto rendimento e dei prestiti sindacati un finanziamento per l'LBO su SunGard Data Systems. L'operazione, pari a

La solidità dei  
fondamentali  
ripristinata la fiducia

Ascesa trainata dal  
settore  
automobilistico

Dissipati i timori  
relativi ai *leveraged  
buyout* ...

## La gestione del nuovo regime valutario del renminbi

Guonan Ma, Corrinne Ho, Robert McCauley ed Eli Remolona

Giovedì 21 luglio 2005 la People's Bank of China (PBC) ha annunciato la modifica del regime valutario del renminbi, passato da un ancoraggio *de facto* al dollaro USA a una fluttuazione controllata con riferimento a un paniere di monete. La modifica si è accompagnata a una prima rivalutazione del 2% nei confronti del dollaro e alla fissazione di un margine di oscillazione giornaliero del  $\pm 0,3\%$  rispetto alla moneta statunitense. Nei giorni successivi la banca centrale ha precisato le sue intenzioni riguardo a ulteriori variazioni del cambio, rendendo altresì note le valute che compongono il paniere. Il presente riquadro passa in rassegna gli sviluppi intervenuti nei mercati finanziari dal giorno dell'annuncio e offre alcune possibili spiegazioni della limitatezza degli effetti prodotti a tutt'oggi dalla transizione.

I mercati valutari hanno risposto ordinatamente a questo evento atteso da lungo tempo. In un primo momento le monete asiatiche hanno reagito quasi di riflesso, ma in maniera composta: cinque di esse – won coreano, yen giapponese, baht thailandese, dollaro di Singapore e nuovo dollaro di Taiwan – hanno subito ricalcato il movimento del tasso a pronti del renminbi. La risposta delle altre valute dell'Asia è stata relativamente blanda, e limitata quella di euro e dollaro australiano. Il tasso di cambio a un anno del dollaro di Hong Kong si è mosso di appena lo 0,2%, quello a pronti del ringgit malese ha guadagnato meno dell'1% sul dollaro USA.

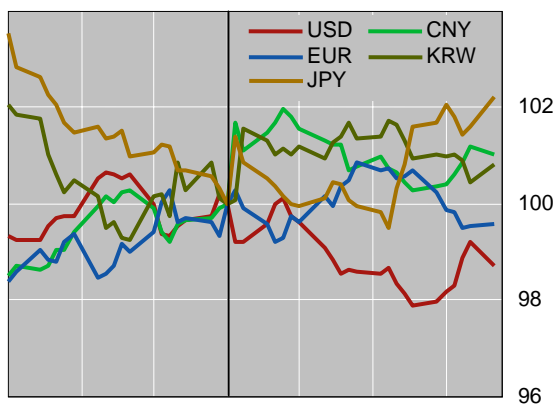
A due giorni dal 21 luglio, gli andamenti sono parsi condizionati, come in precedenza, dai movimenti delle maggiori valute, specie dal tasso yen/dollaro. In termini effettivi, nelle settimane seguenti tre delle "valute principali" del paniere di riferimento – yen, euro e won – si sono apprezzate, mentre il dollaro ha perso terreno. Il tasso di cambio effettivo nominale del renminbi si è moderatamente apprezzato al confronto con i livelli precedenti l'annuncio, ma a fine agosto era arretrato dello 0,5% circa rispetto al valore assunto dopo la rivalutazione del 2% (grafico A).

I mercati obbligazionari mondiali non hanno pressoché risentito del provvedimento, benché vi siano state oscillazioni passeggero. Nelle prime ore di contrattazione a Londra e New York dopo l'annuncio il rendimento del titolo decennale *benchmark* del Tesoro USA è salito di 10 punti base, una variazione notevole rispetto a quelle di solito osservate in risposta a eventi sui mercati valutari, ma equivalente alla normale reazione innescata ad esempio da una "sorpresa" positiva media (pari a 80 000 unità) relativa ai dati sull'occupazione nei settori non agricoli USA. Questa prima reazione è parsa rispecchiare le attese di un calo nella domanda cinese di Treasuries dopo la transizione al nuovo regime valutario. I rendimenti hanno però continuato ad aumentare, verosimilmente per effetto dei dati positivi sull'economia e del prospettato inasprimento da parte della Federal Reserve, piuttosto che per le aspettative di variazioni nella domanda cinese.

Una delle possibili spiegazioni della reazione piuttosto pacata dei mercati finanziari risiede nel fatto che l'annuncio è intervenuto 12 settimane dopo un breve episodio che gli operatori hanno considerato essere una sorta di "prova generale". Il 29 aprile il renminbi aveva infranto il limite superiore della sua stretta fascia di oscillazione *de facto*, rimanendone al di fuori per 20 minuti. Molti operatori pensarono che si trattasse già della transizione a un nuovo regime e reagirono di conseguenza. In quell'occasione furono il dollaro australiano, il won e lo yen a segnare le maggiori oscillazioni, segnando guadagni pari al 90% circa dell'apprezzamento del *non-deliverable forward* (NDF) a un anno sul renminbi. In seguito a quest'episodio si era inoltre verificata una breve fase di cessioni sul mercato dei Treasuries.

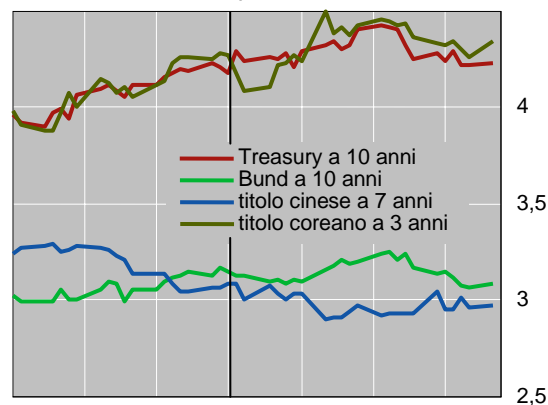
### Tassi di cambio effettivi e rendimenti dei titoli pubblici<sup>1</sup>

Tassi di cambio effettivi nominali<sup>2</sup>



23 giu. 02 lug. 11 lug. 20 lug. 29 lug. 07 ago. 16 ago.

Rendimenti dei titoli pubblici<sup>3</sup>



23 giu. 02 lug. 11 lug. 20 lug. 29 lug. 07 ago. 16 ago.

<sup>1</sup> Le linee verticali nere indicano l'ultimo prezzo di chiusura prima dell'annuncio. <sup>2</sup> 20 luglio 2005 = 100. <sup>3</sup> In percentuale.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI.

Grafico A



Il modesto impatto prodotto dalla rivalutazione del renminbi potrebbe inoltre riflettere il lavoro preparatorio delle autorità cinesi e di quelle di altre economie. A posteriori si può rilevare come i tempestivi affinamenti operativi apportati dall'autorità monetaria di Hong Kong al *currency board* lo scorso maggio abbiano fatto sì che le aspettative si focalizzassero, seppure a scapito dell'attività sui mercati in valuta locale, in parte spostandosi verso i più competitivi mercati del dollaro. L'immediata reazione della Bank Negara Malaysia, che a poche ore dal provvedimento cinese ha anch'essa annunciato un mutamento del regime di cambio, non ha nemmeno lasciato agli operatori il tempo di speculare su quando sarebbe intervenuta la mossa successiva. Ciò nonostante, le riserve ufficiali della Malaysia sono balzate in luglio di quasi \$3,5 miliardi per effetto degli acquisti di dollari (specie il 22 del mese) con cui sono stati assorbiti gli afflussi ai mercati obbligazionari locali. Nello stesso mese l'incremento delle riserve cinesi è stato alimentato dal prelievo di quasi \$5 miliardi in valuta precedentemente depositati da residenti presso banche in Cina, indotto dal timore di ulteriori apprezzamenti e verificatosi malgrado l'aumento di 50 punti base del tasso di remunerazione dei depositi in dollari il 21 luglio. Il 23 agosto la PBC ha innalzato tale tasso di ulteriori 37,5 punti base.

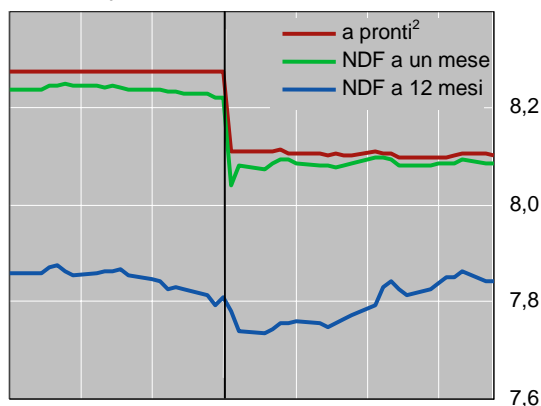
La PBC ha finora gestito le aspettative di mercato in modo da evitare le cessioni di dollari che molti si sarebbero aspettati in simili circostanze. La reazione degli NDF in renminbi davanti all'aumento del 2% del tasso a pronti all'apertura dei mercati dopo l'annuncio fa ritenere che la sorpresa sia derivata più che altro dai tempi dell'annuncio stesso. Come si evince dal grafico B, mentre il tasso NDF a un mese si è mosso *overnight* del 2% circa, quello a 12 mesi ha approssimativamente guadagnato appena 500 pip (lo 0,7%), a segnalare un impatto modesto sul livello atteso del tasso a pronti del renminbi sull'orizzonte annuale. Di fatto, benché il contratto a termine secco a un anno sembrasse indicare un apprezzamento del 7% rispetto al cambio a pronti contro il dollaro prevalente alla vigilia dell'annuncio, a metà agosto l'apprezzamento indicato risultava pari solo al 3%. Data la lentezza con cui si è apprezzato il cambio a pronti in questo periodo, le contrattazioni di NDF a più breve termine hanno rispecchiato anche un graduale allentamento delle aspettative di ulteriori apprezzamenti nel breve periodo.

Benché i mercati delle opzioni sul renminbi non siano fra i più liquidi, anch'essi veicolano segnali di aspettative alquanto moderate. Le volatilità implicite per l'NDF in renminbi avevano registrato un balzo in diversi precedenti episodi di accresciuta sensibilità a un possibile mutamento del regime valutario, come ad esempio a fine novembre 2004, quando un esponente cinese aveva richiamato l'attenzione su dati statunitensi che segnalavano l'esiguità degli acquisti di Treasuries da parte di residenti cinesi; o ancora in seguito ai già citati avvenimenti del 29 aprile. Nei giorni precedenti il 21 luglio le opzioni sono state scambiate a prezzi più elevati, a indicare un clima di maggiore volatilità in vista del provvedimento cinese. Quest'ultimo, tuttavia, ha provocato un calo della volatilità *ex ante*, come dimostrano le opzioni alla pari sugli NDF in renminbi. Tra la vigilia dell'annuncio e metà agosto la volatilità implicita è scesa dal 7% circa a meno del 4%. L'annuncio ha evidentemente dissipato parte delle incertezze connesse con la natura del nuovo regime di cambio, indicando forse che questo si sarebbe accompagnato a una volatilità minore del previsto. La più bassa volatilità implicita risulta inoltre in linea con la stabile dinamica dell'NDF in renminbi con scadenza a un anno all'indomani del provvedimento, a riprova della relativa stabilità delle aspettative a lungo termine.

Fino a oggi le autorità cinesi sembrano aver gestito la transizione a un regime di cambio più flessibile in modo tale per cui l'impatto sui mercati finanziari e sulle aspettative a breve termine è stato relativamente contenuto.

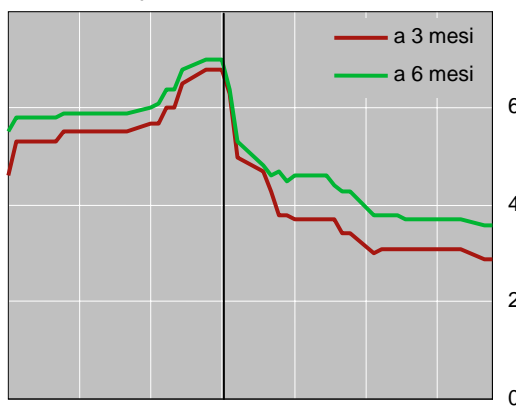
## Tasso di cambio, NDF e volatilità implicite del renminbi<sup>1</sup>

Tasso a pronti e NDF



23 giu. 02 lug. 11 lug. **20 lug.** 29 lug. 07 ago. 16 ago.

Volatilità implicite<sup>2</sup>



23 giu. 02 lug. 11 lug. **20 lug.** 29 lug. 07 ago. 16 ago.

<sup>1</sup> Le linee verticali indicano l'ultimo prezzo di chiusura prima dell'annuncio. <sup>2</sup> Renminbi per dollaro USA. <sup>3</sup> Annualizzate, in percentuale.

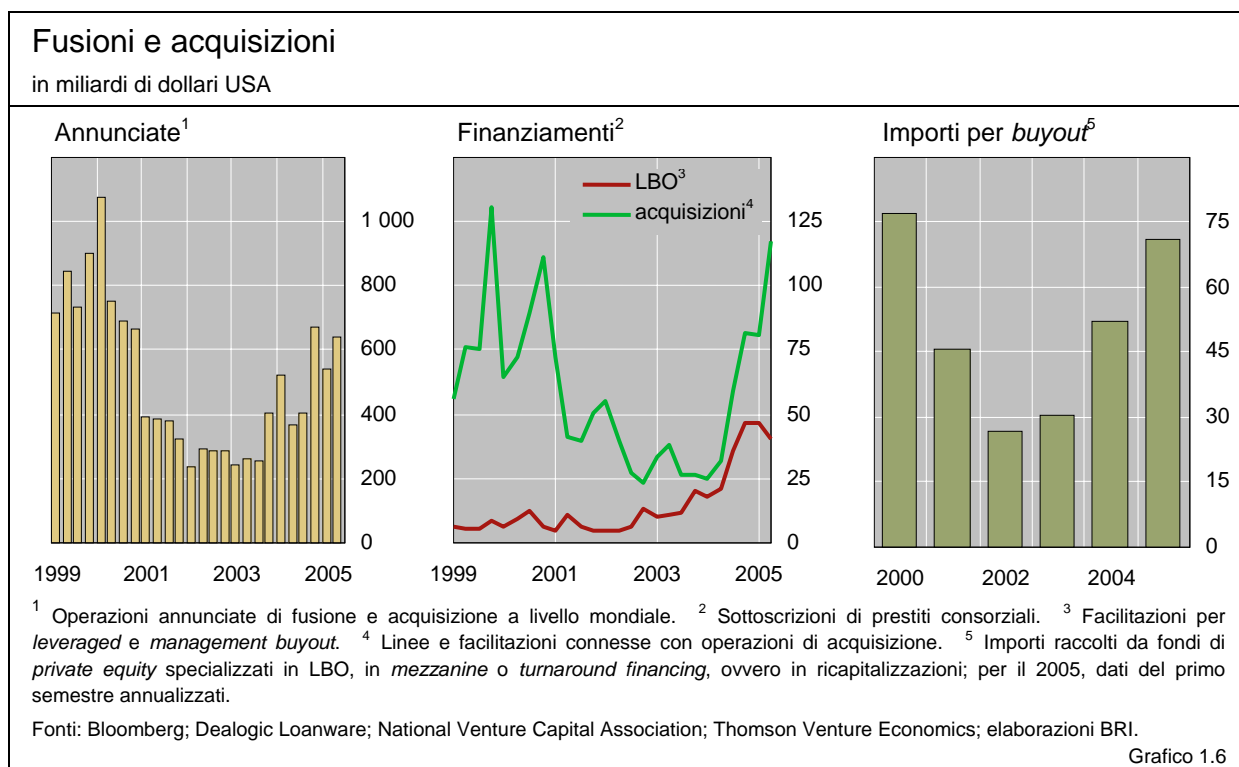
\$11 miliardi, è la più ingente della specie mai realizzata dopo l'acquisizione di RJR Nabisco nel 1989.

Il fatto che gli investitori di *private equity* intravedano ora opportunità per accrescere il grado di leva finanziaria delle imprese costituisce una riprova della solidità dei bilanci societari. Tuttavia, un più importante stimolo a questa attività proviene forse dalla ricerca di maggiori rendimenti e dalla conseguente pronta disponibilità di finanziamenti. Oltre a incrementare i loro investimenti in fondi speculativi negli ultimi anni, i fondi pensione e altri investitori hanno altresì incanalato cospicui capitali nei fondi di *private equity*, in particolare quelli specializzati in LBO. Nel primo semestre 2005 questi ultimi hanno raccolto quasi \$36 miliardi su scala mondiale, il 74% in più rispetto allo stesso periodo del 2004. Nel contempo, gli investitori si sono mostrati disposti ad acquistare titoli emessi a fronte di LBO, la cui qualità creditizia è spesso molto scarsa. Ad esempio, nel corso dell'anno passato diverse società europee hanno emesso cosiddetti *payment-in-kind bond*, ossia obbligazioni rimborsabili in titoli laddove l'emittente non disponga di un *cash flow* sufficiente per onorare il servizio del debito. Tali prestiti consentono agli investitori di *private equity* di recuperare prontamente il loro investimento azionario iniziale.

... e gli investitori di *private equity* sfruttano le opportunità esistenti

Negli ultimi mesi le operazioni di fusione e acquisizione da parte di imprese sono aumentate anche più rapidamente di quelle di LBO messe in atto da fondi di *private equity*. Dopo diversi anni di ristagno, nel secondo trimestre gli annunci di fusioni e acquisizioni (compresi LBO) hanno raggiunto il livello più alto dal quarto trimestre 2000 (grafico 1.6). La ripresa dell'attività non è stata confinata agli Stati Uniti, ma si è estesa su scala mondiale, coinvolgendo Europa e Giappone, nonché società di mercati emergenti, come ad esempio quelle cinesi, attivatesi – peraltro senza successo – nel tentativo di acquisire

Forte rilancio su scala mondiale dell'attività di fusione e acquisizione



alcune note imprese statunitensi. Visto il calo (ancorché da livelli altissimi) della crescita degli utili, le società cominciano a subire le pressioni degli investitori azionari affinché utilizzino il *cash flow* per mantenere i rapidi ritmi di crescita degli utili degli ultimi anni. E a tal fine fusioni e acquisizioni sembrano rappresentare una strategia sempre più allettante. Nella misura in cui tali operazioni realizzano le sinergie promesse e sospingono la crescita dei profitti, esse non sono pregiudizievoli per gli interessi dei creditori. Tuttavia, la precedente ondata di fusioni e acquisizioni del 1999-2000 aveva in genere eroso valore, più che accrescerlo. Qualora la recente ripresa dell'attività dovesse condurre a un aumento del grado di leva delle imprese, essa potrebbe ancora contribuire a un deterioramento delle condizioni creditizie.

## I mercati emergenti incontrano il favore degli investitori

Gli spread sui titoli dei mercati emergenti tornano presto ai minimi storici ...

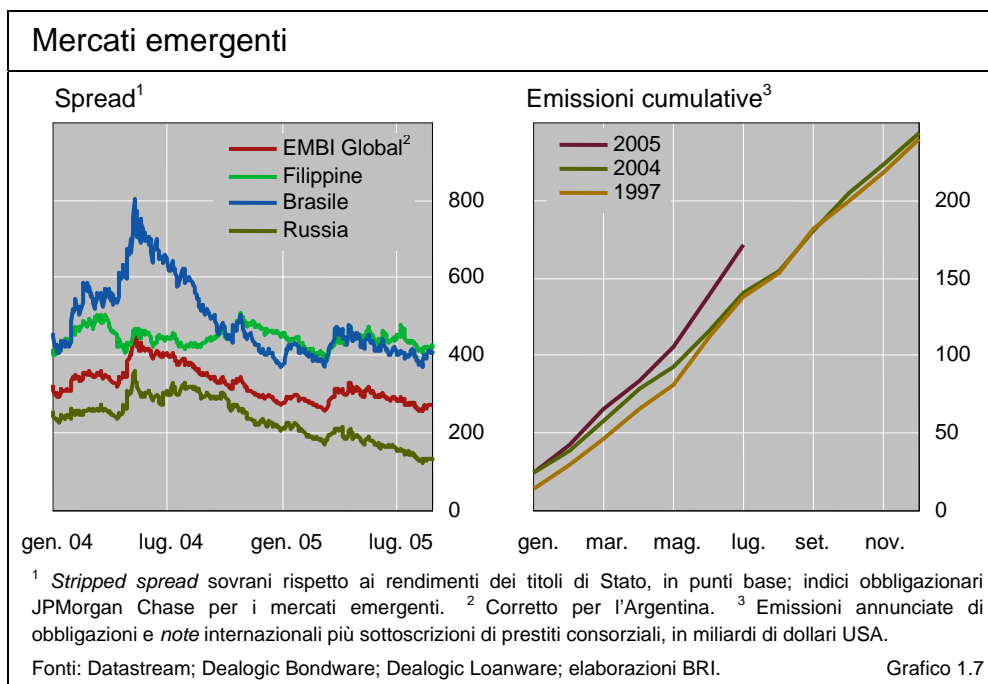
Rispetto a quelli sui titoli societari, gli spread nei mercati emergenti hanno risentito meno delle turbolenze sui mercati creditizi in maggio. Di conseguenza, essi hanno toccato prima (a metà aprile) il punto di svolta superiore e sono tornati più rapidamente (agli inizi di agosto) sui bassi livelli precedentemente osservati. Il 26 agosto l'indice EMBI Global (esclusa l'Argentina) ha chiuso a 272 punti base, circa 55 punti al disotto del massimo di aprile e non lontano dal minimo (storico) di marzo.

... nonostante talune incertezze di natura politica

Incertezze di natura politica hanno influito sui differenziali applicati a taluni paesi. Quelli sui titoli pubblici filippini in dollari sono saliti dai 440 punti base circa di metà giugno a quasi 470 punti ai primi di luglio, pure in presenza di un generalizzato calo degli spread sovrani. A minare la fiducia degli investitori nelle Filippine sono state le richieste di dimissioni della Presidente e gli impedimenti incontrati dai tentativi di riforma fiscale del governo. A metà giugno i timori circa l'impatto della perdurante incertezza politica sulla (già debole) posizione di bilancio pubblico hanno spinto Standard & Poor's e Fitch a rivedere in negativo le previsioni sull'affidabilità creditizia del paese.

Il Brasile ritira le obbligazioni Brady ...

In Brasile le accuse di corruzione hanno condotto alle dimissioni di vari alti funzionari del partito di governo. A tratti le incertezze politiche hanno fatto sì che gli spread sul debito pubblico del paese si discostassero da quelli degli altri mercati emergenti, come ad esempio verso la fine di luglio e a metà agosto. In generale, tuttavia, gli investitori non sono sembrati dar troppo peso alle difficoltà dell'esecutivo. Anzi, alla fine di luglio l'accoglienza da essi riservata ai titoli pubblici brasiliani è stata così positiva da consentire al governo di ritirare buona parte delle sue obbligazioni Brady in essere. Il Brasile ha scambiato \$4,4 miliardi di obbligazioni C – un tempo il titolo emergente più attivamente trattato – contro euroobbligazioni. L'operazione ben simboleggia il miglioramento dei fondamentali dell'economia brasiliana dall'epoca delle ristrutturazioni del debito negli anni ottanta e nei primi anni novanta. Proprio agli inizi dello scorso decennio l'emissione di obbligazioni Brady aveva contribuito a caratterizzare il debito dei mercati emergenti quale classe di attività a sé stante. Da allora il mercato ha conosciuto una progressiva maturazione: lo stock di debito Brady è sceso dal massimo di circa



\$150 miliardi a fine 1996 a meno di \$50 miliardi a metà 2005 e rappresenta oggi meno del 5% delle obbligazioni internazionali emesse da mutuatari dei mercati emergenti.

Un altro paese che ha voluto sottolineare la svolta nel suo standing creditizio attraverso un'operazione di gestione del debito è stata la Russia. In maggio il paese ha concordato il rimborso anticipato di \$15 miliardi del debito di epoca sovietica contratto nei confronti dei creditori ufficiali bilaterali del Club di Parigi. Il riscatto è stato agevolato dagli alti corsi petroliferi, che hanno contribuito a un netto miglioramento della situazione di bilancio del paese dopo la moratoria del 1998.

... e la Russia rimborsa il debito di epoca sovietica

Altri paesi hanno approfittato delle favorevoli condizioni per prefinanziare il loro fabbisogno. Nei primi sette mesi del 2005 i mutuatari di paesi emergenti hanno raccolto sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti importi senza precedenti, con un aumento del 22% sul corrispondente periodo dell'anno precedente (grafico 1.7). Gli investitori esteri hanno inoltre mostrato un crescente interesse per il debito in moneta locale (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"), attratti dagli alti tassi di interesse offerti su taluni mercati nazionali e, in alcuni casi, dalle aspettative di un apprezzamento della moneta locale sul dollaro USA. Il Messico, un tempo uno dei principali mutuatari sui mercati internazionali, soddisfa attualmente la maggior parte delle sue esigenze di finanziamento con emissioni in valuta locale.

Crescente interesse per il debito in moneta locale

### Le aspettative circa i tassi ufficiali si muovono verso l'alto

La propensione degli investitori per gli strumenti azionari e creditizi ha continuato a trarre sostegno dal basso livello dei rendimenti nominali. I tassi di interesse a lungo termine nei principali mercati sono sì aumentati tra giugno e agosto (grafico 1.8), senza però uscire dall'intervallo all'interno del quale hanno oscillato nell'ultimo anno (grafico 1.9). Di fatto, ai primi di giugno e

I tassi a lunga restano bassi entro un intervallo ristretto ...

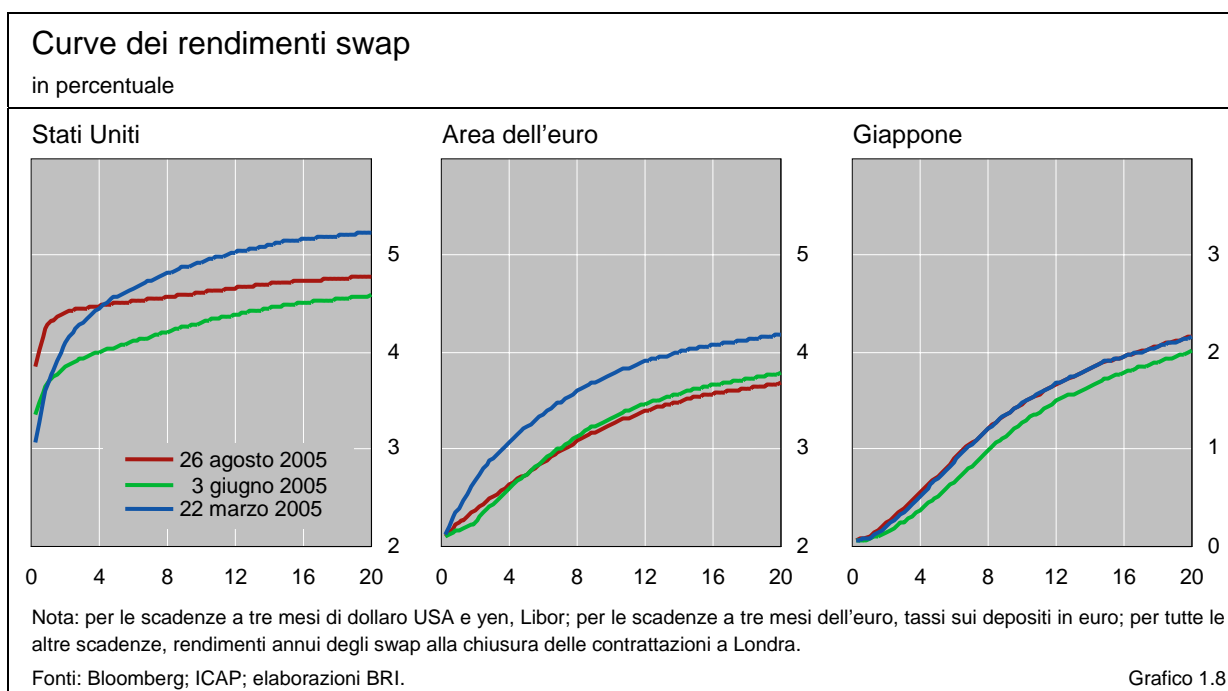
ancora verso la fine del mese i rendimenti sui titoli del Tesoro USA decennali sono addirittura scesi al 3,9%, il livello più basso da oltre un anno. Essi sono quindi risaliti, fino al picco del 4,4% l'8 agosto, e poi nuovamente calati. Anche nei comparti dell'euro e dello yen i rendimenti a lunga sono rimasti ben al di sotto dei livelli di un anno fa, nonostante l'incremento registrato fra giugno e agosto.

... malgrado le correzioni verso l'alto dei tassi ufficiali attesi ...

Le revisioni al rialzo nella dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno concorso all'aumento dei tassi a lungo termine in gran parte dei principali mercati (grafico 1.10). In particolare, i contratti futures sui *federal fund* con scadenza agli inizi del 2006 si situavano verso fine agosto a quasi 50 punti base sopra il livello dei primi di giugno, quando i mercati preconizzavano una pausa significativa nel ciclo di inasprimenti prima della fine dell'anno. Persino nell'area dell'euro il mutevole tenore di alcune dichiarazioni di membri del Comitato esecutivo della BCE ha modificato le aspettative degli operatori riguardo alla direzione della successiva mossa di politica monetaria, da un taglio a un innalzamento dei tassi entro gli inizi dell'anno prossimo. In Giappone gli investitori obbligazionari hanno preso nota delle dichiarazioni rilasciate il 27 luglio dal Governatore della banca centrale Fukui secondo cui vi era un'alta probabilità che la variazione sul periodo corrispondente dell'indice di fondo dei prezzi al consumo diventasse positiva intorno al volgere dell'anno. Tali dichiarazioni si sono accompagnate a una revisione al rialzo della valutazione economica effettuata dalla banca centrale. Sebbene pochi analisti anticipassero la fine della politica del tasso zero per gli inizi del 2006, i rendimenti dei futures su euroyen con scadenza marzo 2006 hanno guadagnato 5 punti base fra giugno e metà agosto.

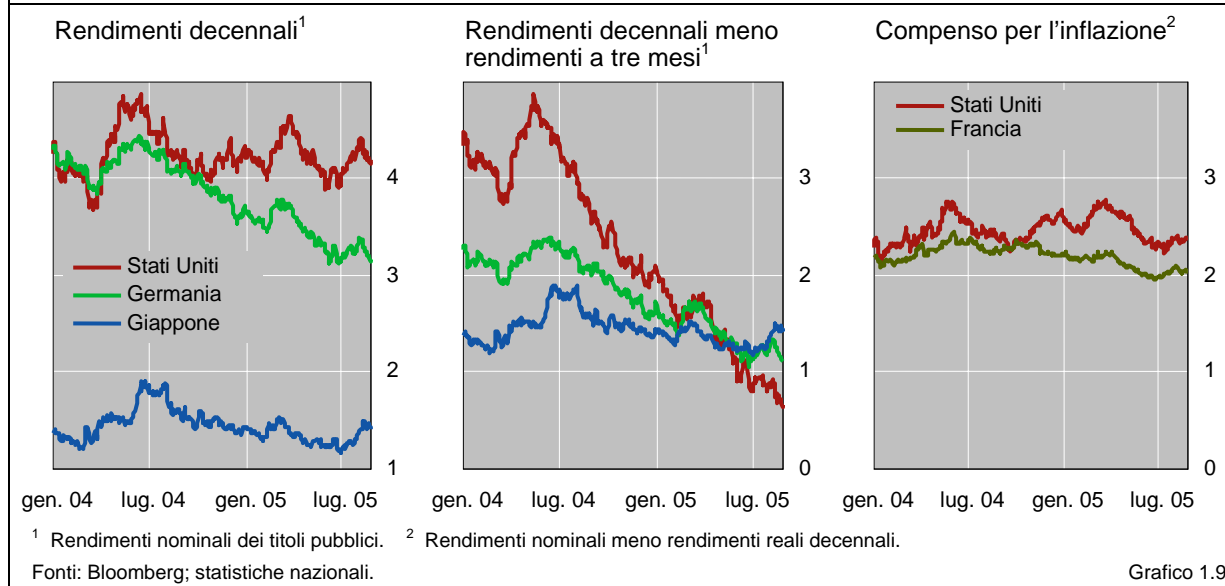
... e i positivi dati macroeconomici statunitensi

Gli annunci macroeconomici positivi in provenienza dagli Stati Uniti durante il periodo in esame hanno in genere avuto un forte impatto sui mercati obbligazionari. Ad esempio, il 1° luglio i dati relativi all'indagine ISM – ben



## Rendimenti obbligazionari

in percentuale



al di sopra delle stime prevalenti – unitamente ai segnali di un miglioramento nella fiducia dei consumatori, hanno contribuito a un inusuale aumento di 14 punti base dei rendimenti decennali, mentre la sorpresa positiva proveniente dai dati sull'occupazione di luglio pubblicati il 5 agosto ha determinato un incremento di 7 punti. I timori di pressioni inflazionistiche sono sembrati svolgere un ruolo più marginale. A dire il vero, le previsioni sull'inflazione a breve termine si sono mosse al rialzo di fronte ai rincari petroliferi (grafico 1.3, diagramma di destra), ma gli annunci mensili sull'inflazione di fondo sono rimasti contenuti, così come anche le previsioni prevalenti per l'andamento dei prezzi sugli orizzonti più lunghi. Inoltre, la stabile differenza tra i rendimenti nominali e quelli indicizzati indica che l'incremento dei rendimenti negli Stati Uniti in luglio e agosto è quasi interamente riconducibile ai più alti tassi reali (grafico 1.9, diagramma di destra).

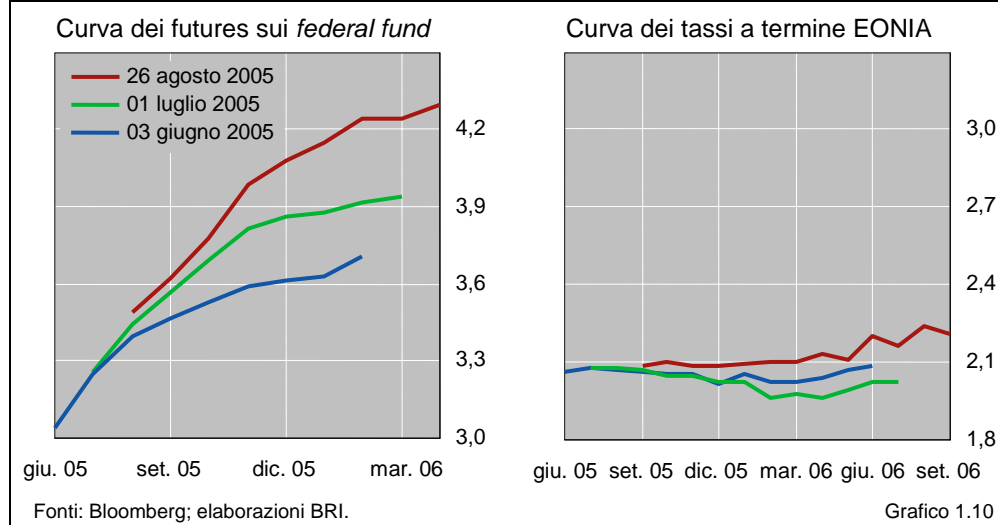
In Giappone i rendimenti sono stati molto meno volatili. Benché i dati economici siano stati per lo più fonte di sorprese positive, i singoli annunci non hanno avuto impatti significativi sui rendimenti in yen a lungo termine. Ad esempio, la reazione degli investitori obbligazionari davanti al rapporto migliore del previsto sugli ordinativi di macchinari il 9 agosto è stata smorzata dalle prospettive prudenti riguardo a questo stesso indicatore.

Nell'area dell'euro i dati non hanno pressoché fornito stimoli alla crescita dei rendimenti. Le previsioni per l'espansione economica sono state ancora riviste al ribasso e la successione dei dati ha inviato segnali contrastanti. Persino indicatori positivi come l'indagine Ifo del 26 luglio non sono riusciti a sospingere i rendimenti sui Bund, che al contrario hanno registrato uno degli aumenti più significativi del periodo il 5 agosto in risposta a un rapporto superiore alle attese sull'occupazione USA.

Nonostante le diverse posizioni cicliche delle economie di Stati Uniti, area dell'euro e Giappone, l'inclinazione della curva dei rendimenti nei tre mercati

I dati economici non innalzano i rendimenti in Giappone e nell'area dell'euro

## Curve dei futures



Il profilo piatto delle curve dei rendimenti su scala mondiale solleva interrogativi sul loro contenuto informativo

presenta forti analogie. Verso la fine di agosto i rendimenti pubblici decennali si collocavano tra 65 e 140 punti base sopra ai tassi a tre mesi nei segmenti del dollaro, dell'euro e dello yen (grafico 1.9). Inoltre, la struttura a termine dei tassi nelle tre valute, specie il dollaro, si è appiattita sensibilmente nell'ultimo anno. La pendenza delle curve in euro e yen si è lievemente accentuata in luglio e agosto, pur rimanendo molto più piatta di quanto non fosse nella prima metà dell'anno. Storicamente, un appiattimento della curva dei rendimenti ha preannunciato un indebolimento dell'attività economica e un calo dell'inflazione. Oggi, tuttavia, l'inclinazione analoga delle curve nei tre principali mercati induce a chiedersi se negli ultimi anni il contenuto informativo delle strutture a termine non si sia modificato.

In misura ancor maggiore rispetto a quanto osservato per i mercati azionari, l'attacco terroristico del 7 luglio a Londra sembra aver prodotto effetti solo transitori per i mercati del reddito fisso. Sebbene si sia osservata un'eccezionale volatilità infragiornaliera negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e un'iniziale flessione dei rendimenti indotta dalla "fuga verso la sicurezza", i cali giornalieri infine osservati sono stati piuttosto modesti (rispettivamente nell'ordine di 1 e 4 punti base per il Treasury e il Bund decennali). Gli attentati londinesi di due settimane dopo non hanno pressoché avuto effetti sul mercato.

Le reazioni sono state più marcate di fronte alla rivalutazione del renminbi annunciata il 21 luglio. In quest'occasione, nel giro di poche ore le speculazioni sulla possibilità che il provvedimento potesse contrarre significativamente la domanda di titoli del Tesoro USA hanno innalzato di quasi 10 punti base il rendimento del titolo decennale. Per contro, il rendimento del Bund è calato di quasi 3 punti base in previsione di una propagazione di tale effetto di domanda. Tuttavia, l'impatto della rivalutazione cinese è stato di breve durata, poiché ha continuato a esservi incertezza circa l'andamento futuro del renminbi dopo il cambiamento di regime valutario e la misura in cui tale cambiamento comporterebbe una riduzione della domanda di attività in dollari (cfr. il riquadro a pag. 8).

La rivalutazione del renminbi produce effetti solo passeggeri

