

## Quadro generale degli sviluppi: i mercati recuperano terreno dopo l'ondata di vendite

I mercati finanziari mondiali si sono prontamente ripresi dall'ondata di vendite che li aveva investiti verso la fine di febbraio e agli inizi di marzo 2007, e le valutazioni di molte classi di attività si sono avviate verso nuovi massimi. In tale contesto, i rendimenti dei titoli di Stato nei principali paesi industriali sono aumentati tra fine febbraio e i primi di giugno. A evidenziare l'incremento maggiore sono stati i rendimenti in euro, che hanno beneficiato dell'ulteriore miglioramento delle prospettive per la crescita economica nell'area dell'euro. I rendimenti statunitensi hanno invece impiegato più tempo per tornare a un aumento sostenuto, acquisendo slancio solo verso la fine del periodo in rassegna, di riflesso alla graduale correzione al rialzo delle previsioni degli investitori per l'economia USA. Oltre agli effetti del miglioramento percepito delle prospettive di crescita, anche i maggiori premi a termine hanno contribuito all'incremento dei rendimenti obbligazionari.

Il rialzo dei mercati azionari mondiali è proseguito nel periodo in esame, nonostante una generale rivalutazione dei rischi verso la fine di febbraio e ai primi di marzo. Per quanto breve, l'episodio di turbolenza ha accresciuto nella maggior parte delle borse la volatilità implicita, che si situava su livelli prossimi ai minimi storici. Nondimeno, i principali indici azionari statunitensi ed europei hanno recuperato rapidamente terreno, segnando a metà aprile i massimi degli ultimi sei anni. Per contro, l'ascesa dei mercati azionari giapponesi, cominciata nel novembre 2006, ha subito una battuta d'arresto.

La ripresa dall'ondata di vendite è stata in certa misura più lenta nei mercati creditizi. A fine maggio, tuttavia, i segmenti del dollaro USA e dell'euro avevano abbondantemente riassorbito le perdite, e in certi casi gli spread sull'alto rendimento hanno toccato nuovi minimi. Benché si ritenesse che le ripercussioni dei problemi nel mercato statunitense dei mutui ipotecari *subprime* fossero limitate, restava la preoccupazione degli investitori per l'effetto che ulteriori difficoltà avrebbero potuto avere in alcuni mercati delle *collateralised debt obligation* (CDO).

Nei mercati emergenti gli spread sono scesi a nuovi minimi, mentre le quotazioni azionarie hanno proseguito la loro ascesa. Tali andamenti favorevoli hanno beneficiato della buona performance economica, ma probabilmente anche in ampia misura dell'elevata tolleranza al rischio degli operatori. Rispetto

agli spread sui titoli societari USA, i differenziali sui titoli dei mercati emergenti di pari rating hanno continuato a situarsi a livelli inferiori.

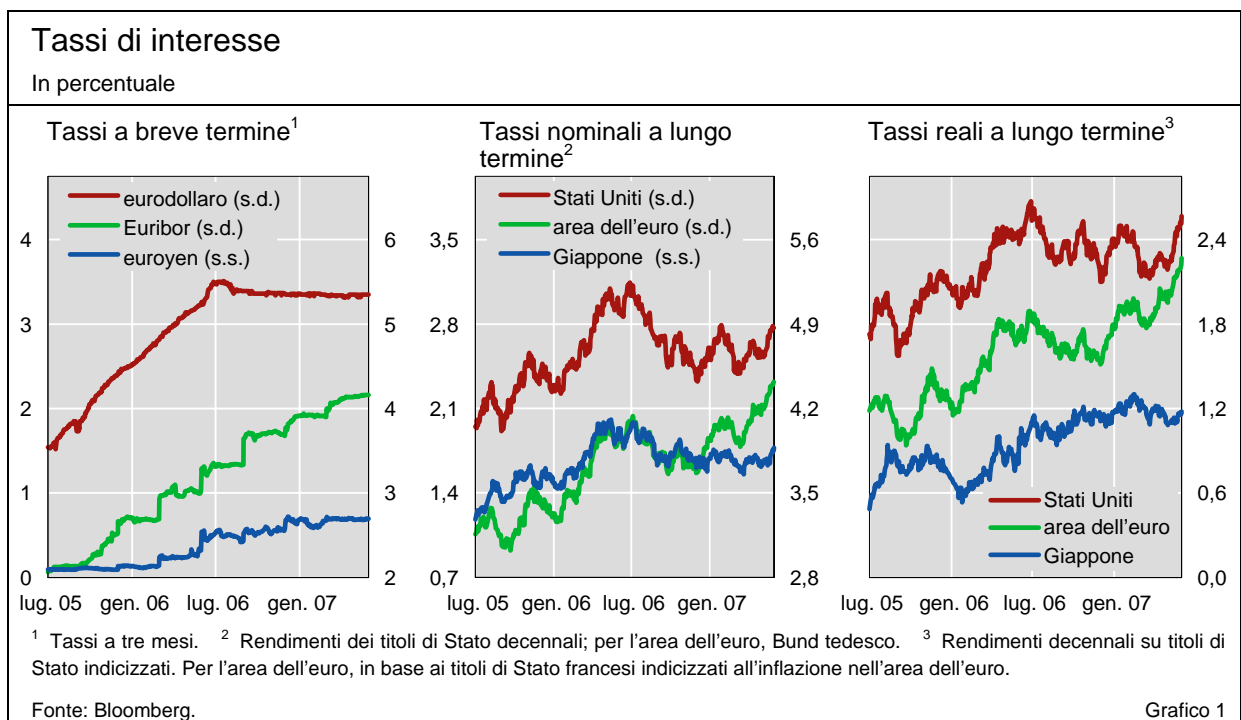
## Le aspettative di forte crescita innalzano i rendimenti in euro

Dagli ultimi di febbraio fino all'inizio di giugno 2007 i rendimenti dei titoli di Stato nelle economie del G3 sono cresciuti, in particolare quelli a lungo termine dell'area dell'euro (grafico 1, diagramma centrale). Il 27 febbraio i mercati finanziari internazionali sono stati investiti da un'ondata di vendite protrattasi per qualche giorno, che ha determinato diminuzioni significative dei rendimenti pubblici. Con il dissiparsi della turbolenza, questi ultimi si sono tuttavia rapidamente ripresi. Tra il 26 febbraio e il 1° giugno i rendimenti dei titoli del Tesoro a 10 anni statunitensi sono aumentati di circa 30 punti base, al 4,90%, e quelli giapponesi di 10 punti base, superando l'1,75%. Nell'area dell'euro i rendimenti decennali hanno evidenziato un incremento di quasi 40 punti base, attestandosi intorno al 4,45%. Contemporaneamente, nei mercati monetari i tassi statunitensi e nipponici sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli dell'area dell'euro sono saliti, di fronte al nuovo inasprimento da parte della BCE e allo spostamento verso l'alto anche delle attese circa l'evoluzione futura dei tassi (grafico 1, diagramma di sinistra).

I rendimenti obbligazionari in euro mostrano gli incrementi più cospicui ...

La persistente spinta al rialzo sui rendimenti dell'area dell'euro concorda con le percezioni degli investitori in merito al vigore dell'economia dell'area, che ha continuato a procedere speditamente, espandendosi a un ritmo superiore alla media. La crescita dei rendimenti nominali dell'area nel periodo in esame è pertanto dovuta in larga misura ai maggiori rendimenti reali (grafico 1, diagramma di destra). In tale contesto, gli analisti di mercato hanno continuato a rivedere al rialzo le aspettative per la crescita del PIL nel 2007 (grafico 2, diagramma di sinistra).

... mentre l'economia dell'area si rafforza ulteriormente



I timori per l'economia USA gravano inizialmente sui rendimenti ...

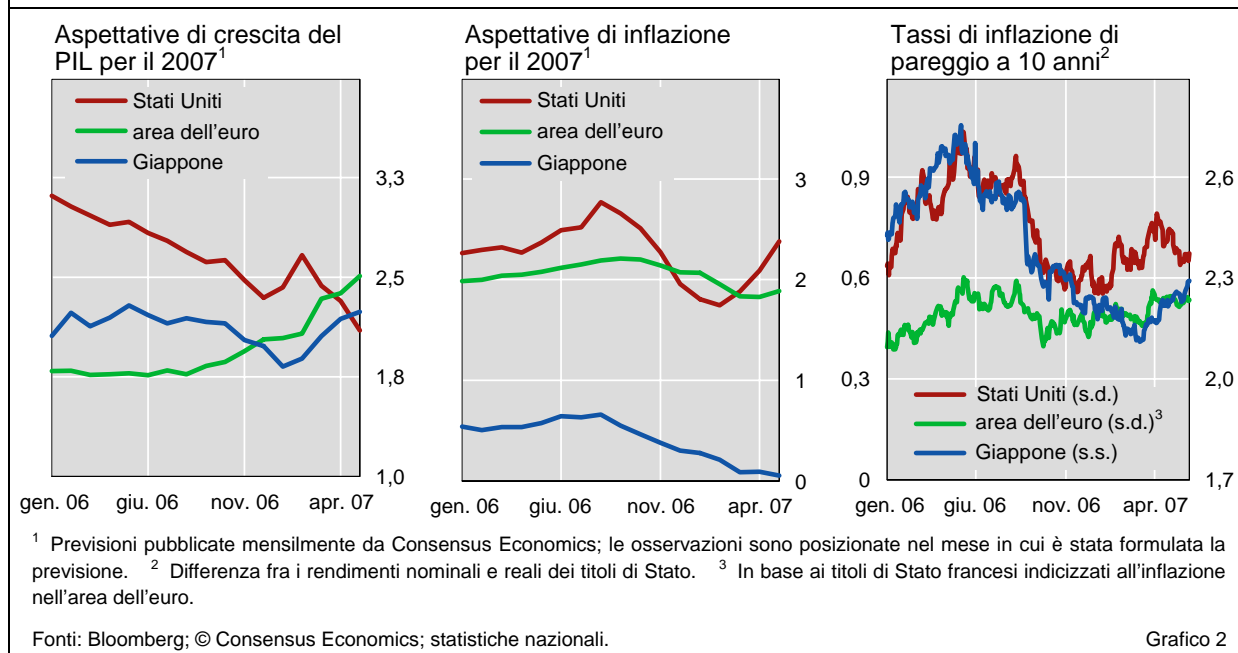
Negli Stati Uniti i protratti segnali di un rallentamento dell'attività economica hanno inizialmente gravato sui rendimenti obbligazionari nel periodo considerato. In occasione dell'ondata di cessioni di febbraio-marzo i rendimenti USA sono calati più di quelli di altri importanti mercati, in linea con l'opinione prevalente tra gli investitori secondo cui l'economia statunitense era particolarmente vulnerabile in un contesto di diminuzione dei prezzi delle attività rischiose e persistenti preoccupazioni per la debolezza del mercato immobiliare. Anche se successivamente molti di questi timori sono venuti meno e i mercati hanno segnato un recupero, i rendimenti hanno ripreso a crescere e superato i livelli precedenti la fase di vendite solo lentamente, di riflesso alle protratte incertezze degli investitori in merito alle prospettive. Le previsioni degli analisti sull'espansione del PIL negli Stati Uniti per il 2007 sono state nuovamente riviste al ribasso, dopo un breve periodo di correzioni positive all'inizio dell'anno (grafico 2, diagramma di sinistra). Nondimeno, nella seconda metà di maggio i rendimenti obbligazionari sono aumentati allorché la pubblicazione di dati migliori del previsto sull'occupazione e di altri indicatori economici favorevoli ha infuso negli investitori rinnovato ottimismo riguardo all'economia statunitense. I rendimenti decennali USA in termini reali hanno in larga misura rispecchiato gli andamenti di quelli nominali (grafico 1, diagramma di destra).

... che finiscono tuttavia per aumentare grazie a un miglioramento delle prospettive

Nel periodo in rassegna i corsi obbligazionari non sembrano aver particolarmente risentito delle prospettive per l'evoluzione dei prezzi, data la stabilità delle attese al riguardo nell'area dell'euro e in Giappone, e nonostante le sporadiche indicazioni delle aspettative di una continuazione delle spinte al rialzo sui prezzi negli Stati Uniti. I dati sull'inflazione generale in quest'ultimo paese si sono mantenuti elevati malgrado i dubbi sul vigore dell'economia e i

## Prospettive macroeconomiche e tasso di inflazione di pareggio

In percentuale



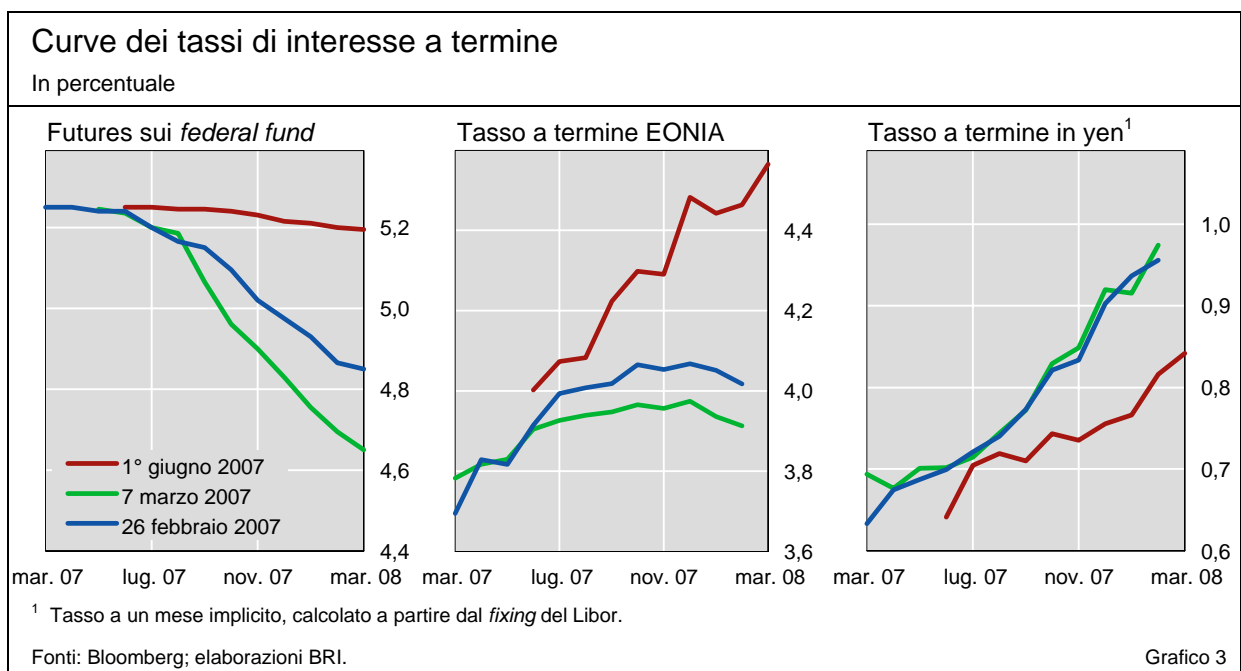
segnali di una recente moderazione dell'inflazione di fondo. Le previsioni di inflazione per il 2007 ricavate dalle indagini sono andate aumentando da marzo a maggio, quando l'indebolimento del dollaro e la ripresa dei corsi petroliferi sono parsi generare attese di un persistere delle pressioni sui prezzi (grafico 2, diagramma centrale). Ciò nonostante, il tasso di inflazione di pareggio a 10 anni è rimasto pressoché invariato (grafico 2, diagramma di destra). Anche nell'area dell'euro e in Giappone i tassi di pareggio a lungo termine si sono mantenuti costanti, di riflesso alla stabilità delle aspettative circa l'evoluzione dei prezzi a breve termine desunte dalle indagini.

I tassi di inflazione di pareggio rimangono stabili ...

Coerentemente con le previsioni formulate in merito all'inflazione, nel complesso gli investitori sembrano avere rivisto le attese per la politica monetaria USA, profilando un orientamento più restrittivo di quanto precedentemente anticipato. Sebbene per qualche tempo si fosse pensato che la Federal Reserve avrebbe abbassato i tassi nel corso del 2007, all'inizio di giugno tali attese si erano quasi completamente dissipate (grafico 3, diagramma di sinistra), anche per effetto degli indizi di una maggiore robustezza dell'economia statunitense emersi nella seconda metà di maggio. Le variazioni della direzione attesa dei tassi ufficiali sembrano parimenti avere svolto un ruolo significativo per quanto riguarda i rendimenti obbligazionari USA. I due maggiori incrementi giornalieri del rendimento decennale nel periodo considerato si sono infatti verificati nei giorni della pubblicazione di dati migliori del previsto sull'occupazione, che hanno ridotto la probabilità attesa di un abbassamento dei tassi nel breve periodo.

... col ridimensionamento delle attese di una riduzione dei tassi da parte della Fed ...

Le revisioni delle aspettative degli investitori per la politica monetaria hanno influenzato i rendimenti obbligazionari anche nell'area dell'euro e in Giappone. Nell'area dell'euro le attese di un orientamento monetario più restrittivo di quanto precedentemente previsto hanno intensificato le pressioni



... mentre si attende un ulteriore inasprimento della BCE

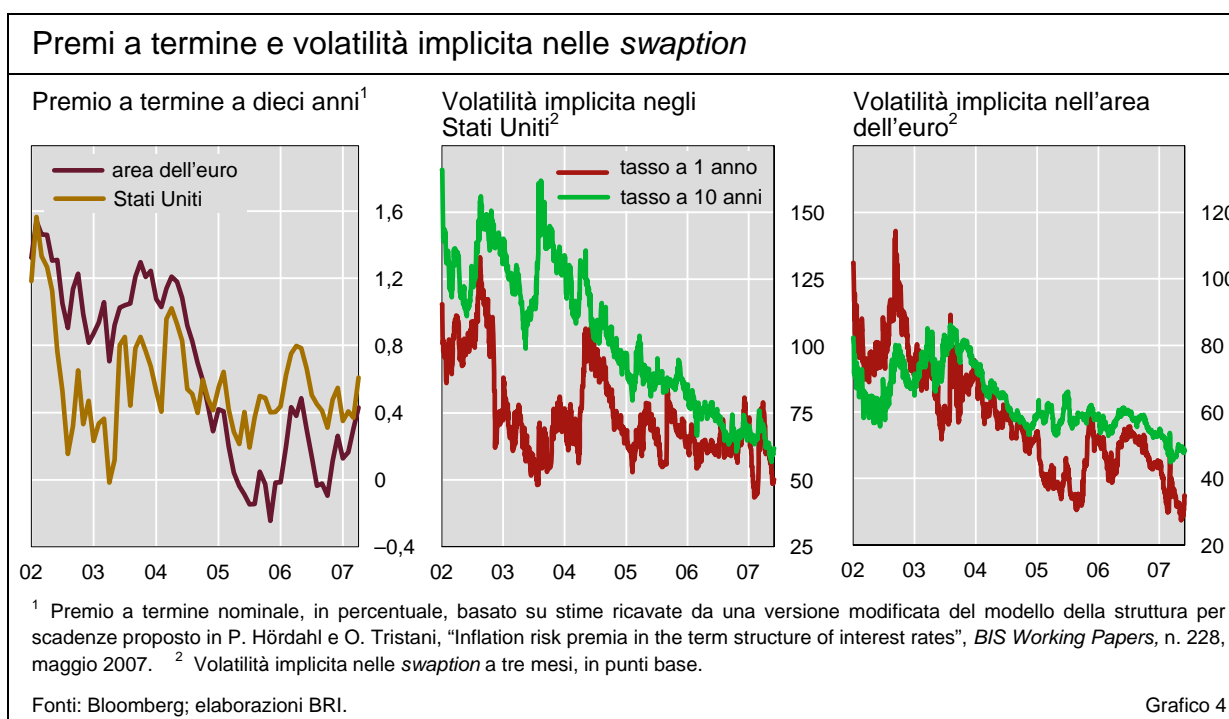
al rialzo sui rendimenti. La BCE ha aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base all'inizio di marzo, e per giugno gli investitori prospettavano un nuovo inasprimento. Sono inoltre state corrette al rialzo le attese concernenti l'evoluzione dei tassi su un orizzonte più esteso (grafico 3, diagramma centrale). In Giappone i mercati hanno continuato a scontare una graduale normalizzazione della politica monetaria, malgrado le modeste spinte sui prezzi, prevedendo un aumento dei tassi per l'autunno. Tuttavia, il ritmo atteso dell'aggiustamento è stato in certa misura rivisto al ribasso tra gli ultimi di febbraio e gli inizi di giugno (grafico 3, diagramma di destra).

I premi a termine aumentano negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ...

Oltre alle prospettive macroeconomiche, anche le fluttuazioni dei premi a termine stimati sembrano aver fornito un apporto rilevante alle variazioni osservate nei rendimenti statunitensi e dell'area dell'euro durante il periodo in esame. Tra fine febbraio e fine maggio i premi stimati a 10 anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono aumentati rispettivamente di 25 e 30 punti base (grafico 4, diagramma di sinistra). Ciò fa ritenere che una parte significativa delle recenti variazioni dei rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine sia riconducibile alle mutate percezioni degli investitori circa i rischi sottostanti l'evoluzione dei rendimenti, ovvero alla variazione del prezzo attribuito a tali rischi.

... mentre le volatilità desunte dalle *swaption* rimangono contenute

Le volatilità implicite nelle *swaption* negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono rimaste su livelli storicamente molti bassi (grafico 4, diagrammi centrale e di destra). Sebbene l'ondata di cessioni di febbraio-marzo ne avesse determinato un incremento, specie per le scadenze brevi, tali effetti sono scomparsi nelle settimane successive. In particolare, le volatilità a breve termine dei tassi swap a un anno in euro sono rapidamente tornate a ridursi, e a metà maggio avevano raggiunto nuovi minimi. Anteriormente alla fase di

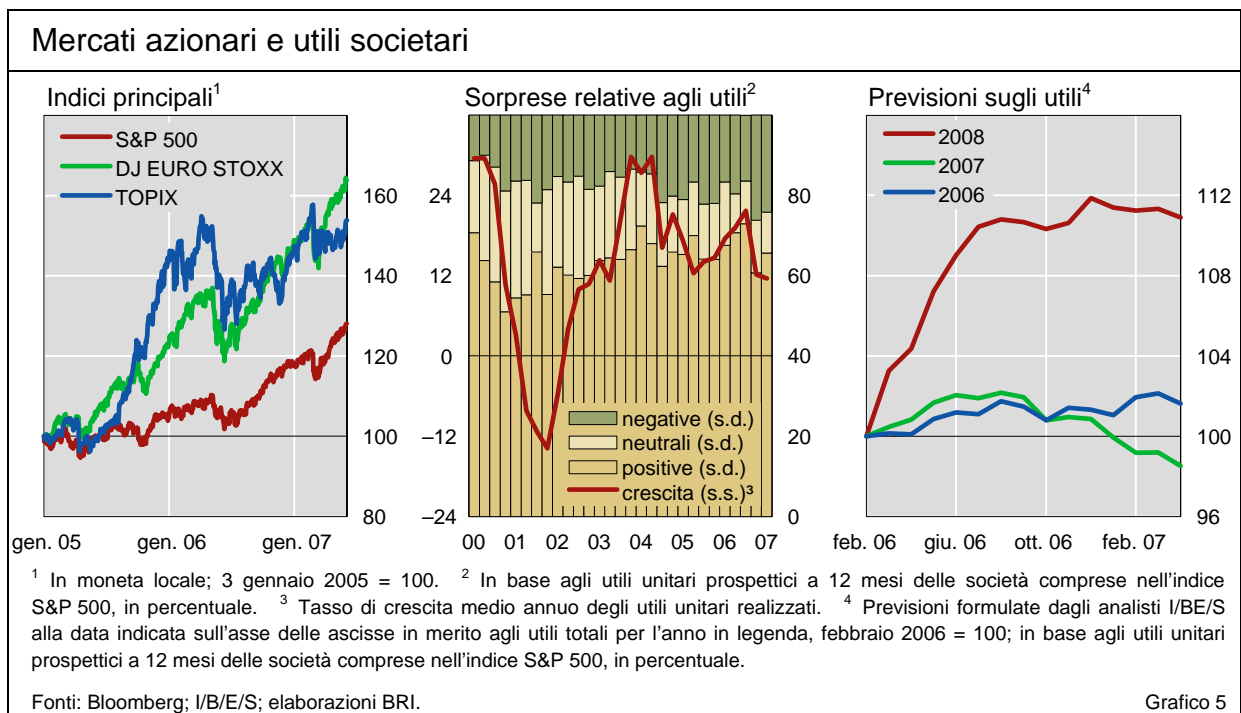


vendite anche la volatilità implicita negli analoghi contratti di *swaption* statunitensi era scesa su livelli non più osservati negli ultimi anni. Tuttavia, essa è stata in certa misura più lenta a riportarsi su una traiettoria discendente e, al 1° giugno, non era ancora tornata ai minimi segnati in precedenza.

Tali divergenze tra gli andamenti delle volatilità delle *swaption* nell'area dell'euro e negli Stati Uniti potrebbero rispecchiare opinioni contrastanti circa il grado di incertezza associato alle variazioni nel breve periodo dei tassi di interesse a breve e, pertanto, alla politica monetaria. È verosimile che a seguito dell'ondata di vendite il mercato sia divenuto relativamente più incerto riguardo alle prospettive per i tassi statunitensi. Al contempo, gli investitori potrebbero aver ritenuto ancora improbabile un sostanziale scostamento dei tassi a breve in euro dalle aspettative, considerata la robustezza delle condizioni dell'economia reale e i segnali inviati dai banchieri centrali dell'area. Nello stesso periodo, le volatilità implicite nelle *swaption* per i tassi di interesse decennali si sono mantenute basse sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, in linea con le attese di una volatilità contenuta dei tassi a lungo termine e delle rispettive determinanti macroeconomiche.

## Il rialzo dei mercati azionari resiste alla turbolenza

Nel periodo in rassegna i mercati azionari statunitensi ed europei hanno continuato a crescere, nonostante una breve fase di turbolenza nell'ultima parte di febbraio. Tra la fine di quel mese (appena prima dell'ondata di vendite) e il 30 maggio l'S&P 500 è salito del 6%, a un massimo storico di 1 530. Anche l'indice DJ EURO STOXX è aumentato del 6%, raggiungendo nel periodo il livello più alto degli ultimi sei anni (grafico 5). I mercati azionari giapponesi, che avevano registrato forti incrementi fino a metà febbraio, hanno invece arrancato.



L'ondata di vendite ha avuto inizio in Cina a fine febbraio e ha esercitato effetti significativi, benché temporanei, sui mercati azionari mondiali. Pur nell'apparente assenza di fattori scatenanti concreti, l'accento alla possibilità di una recessione da parte dell'ex Presidente della Federal Reserve e la dinamica particolarmente debole degli ordinativi di beni durevoli statunitensi sono stati citati dagli operatori quali elementi che avrebbero gettato ombre sulla sostenibilità della crescita negli Stati Uniti. Il 27 febbraio il mercato azionario cinese ha segnato una flessione del 9% (cfr. la successiva sezione sui mercati emergenti), per poi riprendersi rapidamente. Per contro, l'indice S&P 500 è sceso del 5,2% e i mercati azionari europei e nipponici hanno perso rispettivamente il 6 e l'8% nelle quattro giornate successive. La volatilità implicita dei mercati azionari negli Stati Uniti e in Europa si è impennata durante la fase di vendite, rimanendo elevata per alcune settimane (grafico 6, diagramma di sinistra). A metà maggio essa risultava diminuita in entrambi i mercati, pur restando superiore ai minimi di metà febbraio.

La minore crescita degli utili societari ...

Nel contempo, la minore crescita degli utili societari è parsa acuire il disagio degli investitori circa le valutazioni dei mercati azionari. Nel quarto trimestre 2006 gli utili delle imprese statunitensi sono saliti del 12% (su base ponderata per il numero di azioni), una percentuale significativamente inferiore alla media del 20% dei tre trimestri precedenti. Nel primo trimestre 2007 due terzi delle imprese hanno segnalato risultati migliori delle attese degli analisti, le quali tuttavia erano state leggermente riviste al ribasso negli ultimi mesi (grafico 5, diagramma di destra). In Europa gli operatori si attendevano a fine maggio una crescita degli utili unitari delle imprese nell'indice DJ STOXX 600 pari ad appena il 6% nel 2007, contro il 15% nel 2006.

Indicatori di mercato segnalano che anche il variare della propensione al rischio degli investitori potrebbe avere contribuito alla rivalutazione dei prezzi di fine febbraio. Una minore tolleranza al rischio induce gli investitori sui mercati azionari ad attribuire un valore inferiore alla possibilità di ricevere *payoff* elevati che a quella di evitarne di bassi. Le differenze nelle distribuzioni statistiche dei rendimenti azionari effettivi e di quelli attesi impliciti nei prezzi delle opzioni possono essere pertanto utilizzate per elaborare un indicatore approssimativo della propensione al rischio degli investitori (grafico 6, diagramma di destra). Tale indicatore ha toccato in marzo il minimo dalla fine del 2003. Nonostante una lieve ripresa ad aprile e maggio, la tolleranza al rischio è rimasta inferiore al livello medio complessivo osservato dagli inizi del 2005.

... e il rialzo dei corsi azionari ...

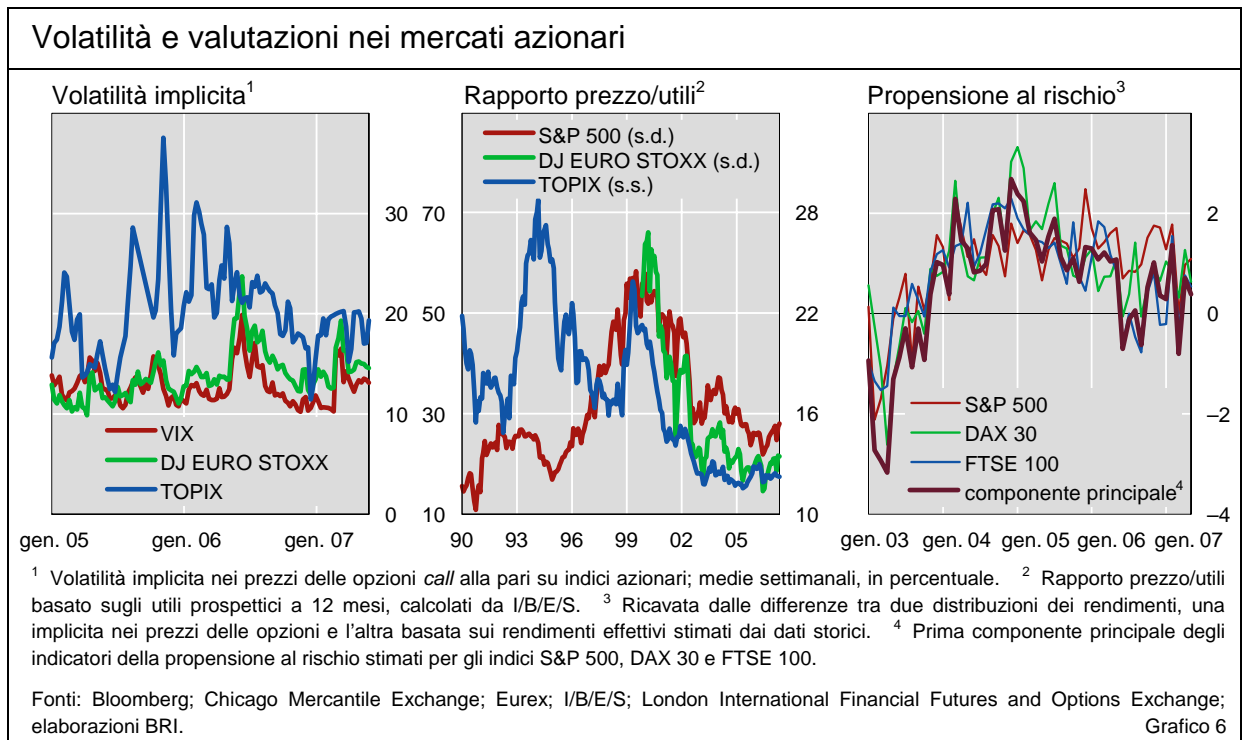
A fine maggio i mercati azionari statunitensi ed europei avevano più che recuperato le perdite subite durante l'ondata di vendite di febbraio. Sia l'S&P 500 sia il DJ EURO STOXX si collocavano a fine marzo su livelli solo leggermente inferiori a quelli precedenti la fase di forti vendite, mentre agli inizi di maggio entrambi gli indici avevano raggiunto i valori più elevati degli ultimi sei anni (il 3 maggio l'S&P ha chiuso a oltre 1 500 per la prima volta dal 2000). Ciò è avvenuto nonostante le notizie scoraggianti sulle condizioni del mercato statunitense degli immobili residenziali, che hanno occasionalmente depresso i mercati azionari (cfr. oltre). Ad esempio, il 13 marzo l'annuncio della Mortgage Bankers Association in base al quale il tasso di inadempienza dei mutuatari di prim'ordine (2,6% nel quarto trimestre 2006) era il più alto degli ultimi quattro

anni ha concorso a un forte calo dei titoli bancari e finanziari, che ha fatto scendere del 2% l'indice S&P 500 nella stessa giornata. Ciò nonostante i mercati hanno in seguito reagito positivamente alla decisione della Federal Reserve di lasciare invariati i tassi il 21 marzo e, quel che è più importante, alla dichiarazione di accompagnamento, dove veniva sfumato il riferimento alla probabilità di futuri inasprimenti.

Contrariamente a quanto avvenuto agli inizi del 2000, nell'attuale fase rialzista le valutazioni nei mercati azionari sono rimaste basse rispetto ai parametri storici. Prima del crollo delle borse nel 2000, i rapporti prezzo/utigli (basati sugli utili prospettici a 12 mesi) delle società incluse nell'S&P 500 e nel DJ EURO STOXX erano saliti a ben oltre 20. Successivamente, durante il periodo di ribassi erano andati calando, fino a raggiungere un punto di svolta inferiore (rispettivamente a 14 e 11) a metà 2006. In occasione della più recente fase di rialzo dei mercati l'incremento è stato di gran lunga inferiore, poiché la crescita generalmente robusta degli utili dal 2005 ha tenuto il passo dell'ascesa dei corsi azionari. Negli ultimi mesi tali rapporti hanno tuttavia registrato un aumento, esacerbato dalle correzioni al ribasso delle previsioni sugli utili (grafico 6, diagramma centrale).

... favoriscono un aumento dei rapporti prezzo/utigli

Diversamente da Stati Uniti ed Europa, in Giappone la fase rialzista dei mercati azionari iniziata nel novembre 2006 ha subito una battuta d'arresto durante il periodo in esame. L'indice TOPIX ha raggiunto un punto di svolta superiore nell'ultima parte di febbraio, a 1 817, concludendo il periodo su un livello inferiore di oltre il 3%. Il deprezzamento dello yen e le notizie che confortavano le attese di una crescita sostenuta dell'economia statunitense hanno a tratti contribuito a far salire le quotazioni dei titoli degli esportatori



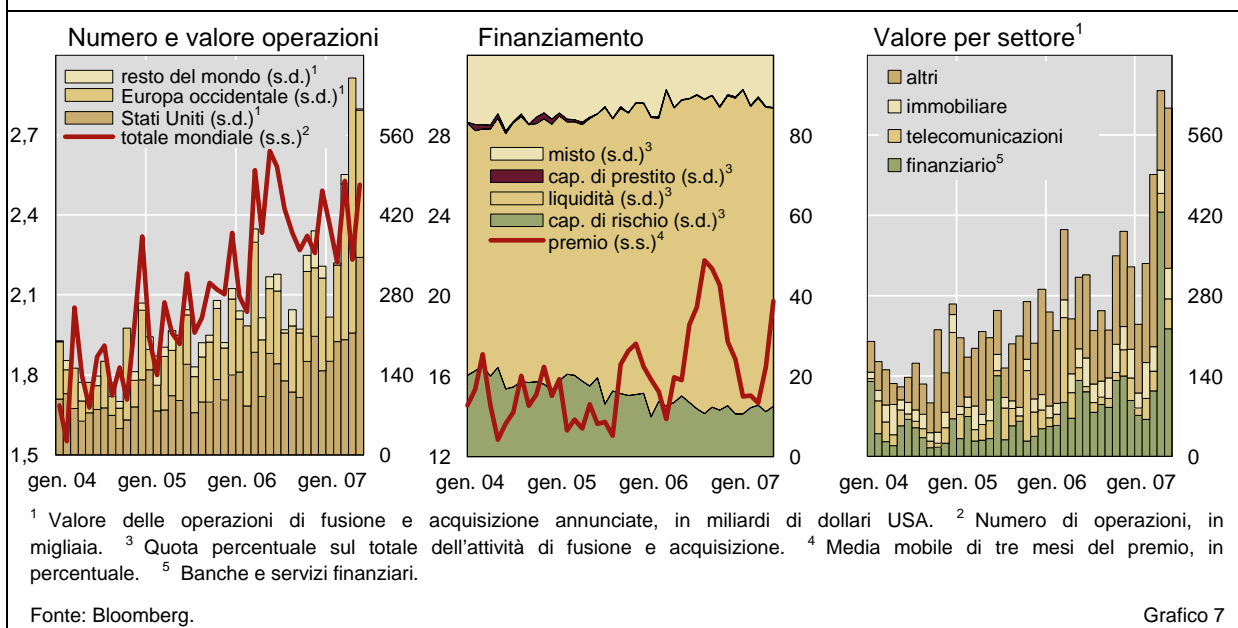


Impennata delle sottoscrizioni di prestiti legati a LBO nel primo trimestre

giapponesi, ma i timori per l'eventualità che gli utili societari si rivelassero inferiori alle attese sono tuttavia parsi scoraggiare gli investitori.

La forte espansione mondiale dell'attività di fusione e acquisizione e di *leveraged buyout* (LBO) è proseguita a ritmi ancora sostenuti nel periodo in esame, favorendo l'ascesa dei mercati azionari. Il valore totale delle operazioni di fusione e acquisizione annunciate negli Stati Uniti nei primi cinque mesi del 2007, pari a \$1,1 trilioni, è stato il più alto mai registrato in periodi di durata analoga (grafico 7). Nello stesso frangente anche in Europa l'attività è stata vigorosa, con operazioni per poco più di \$1 trilione, specie nel settore bancario e in quello dei servizi finanziari. Ad esempio, al forte aumento dell'attività globale in aprile ha concorso l'offerta pubblica di acquisto di ABN AMRO, del valore di \$91 miliardi, annunciata da Barclays il 23 aprile che, se andasse a buon fine, costituirebbe la più grande operazione di questo tipo mai avvenuta nel settore dei servizi finanziari. Nei precedenti periodi di forte crescita delle aggregazioni societarie, le operazioni finanziate con capitale di rischio hanno avuto tendenza a deprimere i corsi della società acquirente e gli eventuali incrementi di valore per gli azionisti sono andati soprattutto a beneficio dei detentori di quote della società bersaglio (cfr. la 76<sup>a</sup> *Relazione annuale* della BRI, Capitolo VI). Nell'attuale fase di boom, invece, il finanziamento mediante capitale di rischio è stato relativamente basso, collocandosi al 12% del volume totale nel primo trimestre 2007, contro una media di oltre il 50% durante la precedente forte espansione del 1998-2000. Le imprese hanno piuttosto fatto ricorso all'indebitamento; negli Stati Uniti le sottoscrizioni totali di prestiti consorziali per operazioni di LBO sono aumentate notevolmente nel primo trimestre, a \$82,3 miliardi, quasi il doppio rispetto al periodo precedente.

### Attività di fusione e acquisizione a livello mondiale

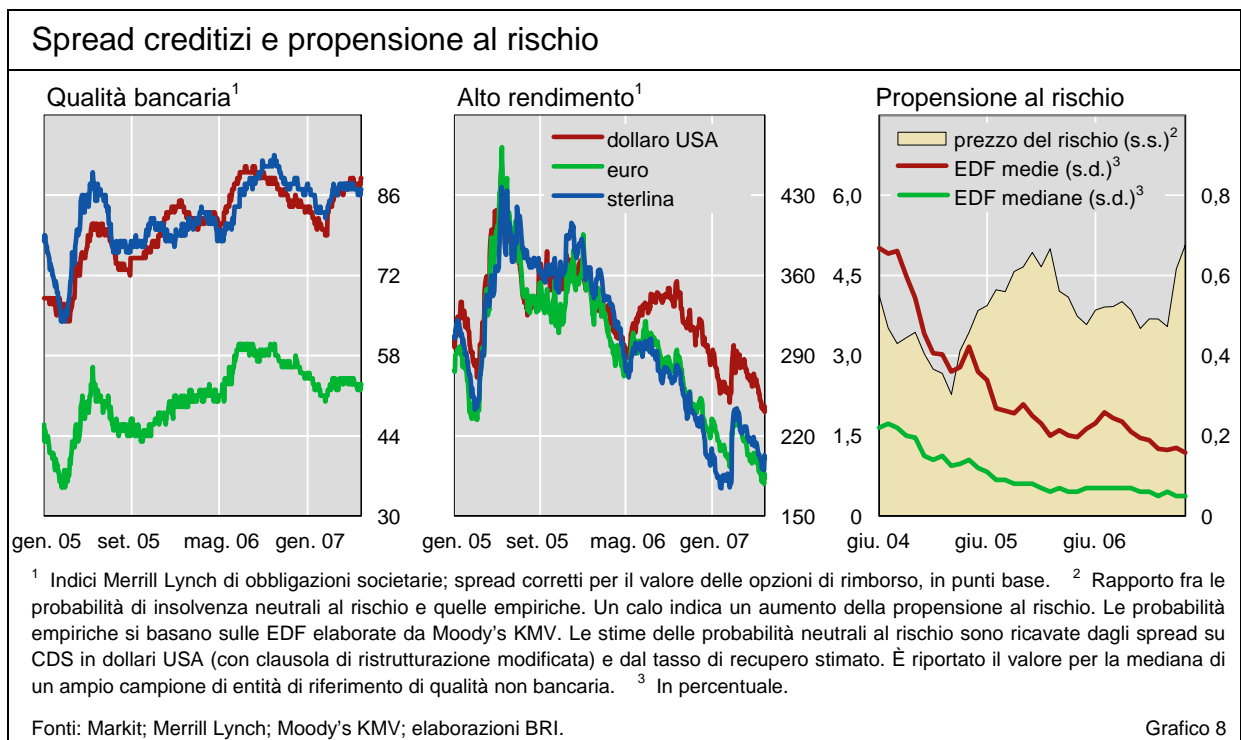


## I mercati creditizi si riprendono più lentamente

Anche i mercati creditizi si sono ripresi dalla fase di turbolenza di febbraio-marzo, ma in modo leggermente meno rapido di quelli azionari. Mentre il comparto della qualità bancaria era stato colpito solo marginalmente, registrando un ampliamento degli spread di soli alcuni punti base, in quello dell'alto rendimento gli indici statunitensi ed europei erano aumentati di oltre 40 punti base rispetto ai loro minimi storici nelle due settimane dopo l'ondata di vendite (grafico 8). Se a fine marzo i mercati azionari avevano perlopiù recuperato le perdite, gli spread sul debito ad alto rendimento in euro sono tornati ai minimi di metà febbraio solo a metà maggio, mentre quelli relativi al dollaro USA sono stati ancor più lenti, ritrovando il livello precedente l'ondata di vendite soltanto a fine maggio.

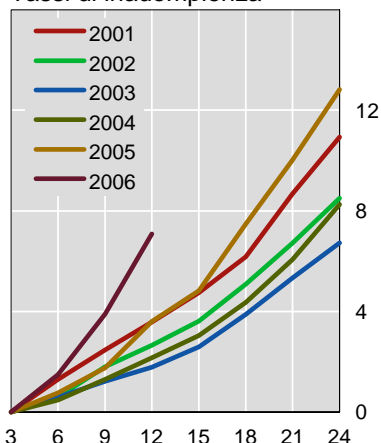
Come nei mercati azionari, anche in quelli creditizi la rivalutazione osservata in febbraio e marzo avrebbe rispecchiato in parte la mutata propensione al rischio degli investitori. Una stima approssimativa del prezzo di un' "unità" di rischio in un particolare segmento del mercato creditizio è costituita dal rapporto fra le probabilità di insolvenza desunte dagli spread creditizi e le stime del rischio di insolvenza basate su modelli, come le *estimated default frequencies* (EDF) elaborate da Moody's KMV. Questo indicatore del prezzo assegnato al rischio di credito è aumentato notevolmente in marzo e aprile, allorché i premi sui *credit default swap* (CDS) sono rimasti al disopra dei minimi di febbraio nonostante le EDF continuassero a diminuire lentamente (grafico 8, diagramma di destra). Di fatto, l'EDF mediana per il campione di nominativi considerati in questa analisi ha toccato i minimi ciclici in aprile nei mercati sia del dollaro USA sia dell'euro (rispettivamente a 0,05 e 0,04%).

Cala la propensione al rischio in marzo e aprile

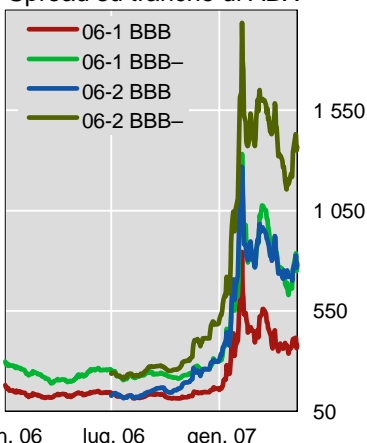


## Mercato ipotecario *subprime* statunitense

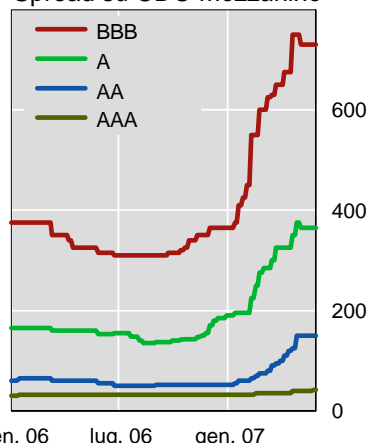
Tassi di inadempienza<sup>1</sup>



Spread su tranche di ABX<sup>2</sup>



Spread su CDO *mezzanine*<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Tassi di inadempienza relativi a mutui ipotecari *subprime* (di 60 giorni e più) per anno campione, in percentuale. Il numero di mesi di età del mutuo è riportato sull'asse delle ascisse. <sup>2</sup> Indici di attività garantite da mutui ipotecari residenziali a tasso variabile JPMorgan Chase (ABX.HE); spread alla chiusura, relativo all'indice nella composizione più recente all'epoca indicata (*on-the-run*), in punti base. <sup>3</sup> Spread rispetto al Libor di tranche di CDO garantite da tranche *mezzanine* di ABS, in punti base.

Fonti: JPMorgan Chase; LoanPerformance.

Grafico 9

I problemi nel mercato dei prestiti ipotecari USA ...

Contemporaneamente, i problemi nel mercato statunitense dei prestiti ipotecari *subprime* potrebbero aver turbato gli investitori, acuendo l'incertezza e la fase di turbolenza. A fine 2006 i tassi di inadempienza sui prestiti *subprime*, collocatisi intorno all'11% per gran parte del 2004 e del 2005, hanno raggiunto il 13%, con un incremento perlopiù concentrato nel quarto trimestre. Inoltre, i problemi avrebbero riguardato soprattutto i mutui più recenti, vale a dire quelli accesi nel 2005 e 2006 (grafico 9, diagramma di sinistra). Da un lato si può ipotizzare che i rischi di contagio siano limitati, viste le dimensioni relativamente ridotte del settore *subprime*. I prestiti *subprime* e Alt-A (vale a dire quelli concessi ai mutuatari non di prim'ordine) rappresentavano insieme circa il 14% dei mutui ipotecari totali in essere negli Stati Uniti a fine 2006. Dall'altro lato, l'aumento delle inadempienze aveva già determinato il fallimento di una serie di prestatori del comparto e dal novembre 2006 si sono sensibilmente ampliati gli spread sulle tranche di qualità non bancaria di *collateralized debt obligation* (CDO) collegate a prestiti per l'acquisto di immobili residenziali (grafico 9, diagramma centrale).

... influiscono sulle valutazioni delle CDO

Tali spread sono lievemente diminuiti tra gli ultimi di febbraio e la fine di maggio, man mano che diventavano più chiare le conseguenze dirette dei problemi nel settore dei prestiti *subprime*. Gli investitori hanno tuttavia mostrato una preoccupazione crescente anche per i possibili effetti di un protratto deterioramento della situazione sulle valutazioni delle CDO basate su titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS). È difficile individuare in quale parte del mercato delle CDO si concentrino esattamente i rischi collegati ai prestiti ipotecari *subprime* e Alt-A. Stime fondate sulle statistiche disponibili in commercio relativamente alle singole operazioni di CDO indicano che gli ABS (di tutti i tipi) costituiscono circa un terzo delle garanzie stanziare a supporto di *cash CDO*. In base a stime di settore, la connessa esposizione ai prestiti ipotecari *subprime* è sostanziale. Gli spread sulle tranche di CDO

garantite da tranche *mezzanine* di ABS si sono notevolmente ampliati verso la fine del gennaio 2007, a indicare che gli investitori attribuivano una probabilità maggiore a un deterioramento significativo del portafoglio sottostante di garanzie (grafico 9, diagramma di destra).

Gli spread sul debito societario ad alto rendimento hanno ripreso a scendere a metà aprile, di fronte alla rinnovata fiducia apparentemente infusa negli investitori dalla pubblicazione di utili superiori alle attese negli Stati Uniti e dalle notizie macroeconomiche generalmente positive in Europa. Nonostante la forte espansione dell'attività di fusione e acquisizione e della sottoscrizione di prestiti legati a LBO nel primo trimestre, gli spread sull'alto rendimento nel mercato sia del dollaro USA sia dell'euro hanno chiuso il periodo a pochi punti base al disotto dei rispettivi minimi di metà febbraio. Ciò detto, non tutti i mercati creditizi sono tornati sui livelli precedenti l'ondata di vendite. A differenza di quanto avvenuto sul mercato a pronti, in quello dei CDS a fine periodo gli indici degli spread sui titoli di qualità inferiore in dollari ed euro erano sensibilmente maggiori rispetto a metà febbraio.

L'intensa attività di emissione di CDO e di altri prodotti strutturati ha contribuito a sostenere le valutazioni anche nei mercati creditizi più ampi. Nel primo trimestre 2007 le emissioni globali di CDO hanno raggiunto complessivamente il massimo storico di \$251 miliardi. Se i collocamenti totali di *cash CDO* in dollari hanno rallentato, quelli di CDO basati su ABS sono saliti a \$58 miliardi (dai \$48 del trimestre precedente). Quel che è più significativo, le emissioni di CDO sintetiche (vale a dire di CDO assistite da CDS) di qualità bancaria hanno toccato il record di \$121 miliardi, dai \$92 miliardi del trimestre precedente. Le CDO sintetiche generano rendimenti tramite la vendita di protezione nel mercato dei CDS, soprattutto su nominativi di qualità bancaria. Dalla metà del 2006 la loro emissione ha coinciso con uno sganciamento dei premi al rischio dei CDS dagli spread sulle obbligazioni societarie comparabili nei mercati sia del dollaro USA sia dell'euro. Dopo l'ondata di vendite nei mercati creditizi del marzo 2005, gli spread nel comparto dei CDS di qualità bancaria si sono assottigliati quasi ininterrottamente fino a metà febbraio 2007, mentre quelli sulle obbligazioni societarie comparabili sono nell'insieme rimasti pressoché invariati.

L'emissione di CDO sintetiche cresce notevolmente nel primo trimestre

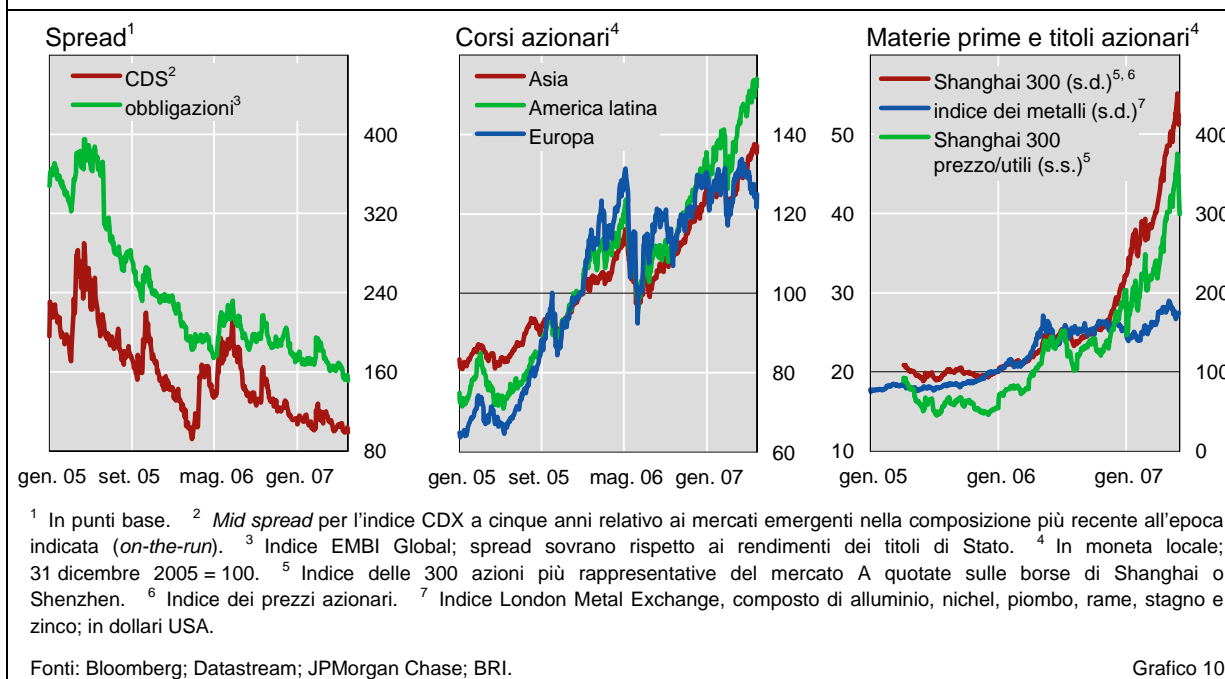
## I mercati emergenti recuperano rapidamente terreno

Proseguendo una tendenza in atto da qualche tempo, nel periodo in rassegna nei mercati emergenti gli spread sono scesi a nuovi minimi storici e i corsi azionari sono aumentati ulteriormente (grafico 10, diagramma di sinistra e centrale). L'indice EMBI Global è sceso da 175 a circa 150, mentre gli spread sui CDS di questi mercati sono anch'essi lievemente calati. Nel contempo, l'indice azionario MSCI Emerging Market è aumentato del 7%, portando al 10% l'incremento totale dalla fine del 2006.

Gli spread nei mercati emergenti scendono a nuovi minimi

Nonostante la tendenza complessivamente positiva evidenziata negli ultimi tre mesi, anche i mercati emergenti hanno registrato un'ondata di vendite

## Corsi azionari e spread sovrani nei mercati emergenti



a cavallo tra febbraio e marzo. Gli spread sia sui CDS sia sulle obbligazioni sono cresciuti di 20-25 punti base nella settimana successiva al 26 febbraio, mentre il mercato azionario ha segnato un calo di circa il 10%. È probabile che il principale fattore all'origine questa evoluzione fossero i timori per l'economia statunitense, ma uno degli elementi scatenanti immediati sarebbe stato il calo del 9% dell'indice della borsa di Shanghai il 27 febbraio, a sua volta ascrivibile all'accresciuta preoccupazione degli investitori per l'eventualità che venissero presi provvedimenti ufficiali intesi a raffreddare le condizioni nei mercati azionari cinesi, che alcuni comparavano a una bolla speculativa. Chiari segnali di sopravvalutazione provenivano dai rapporti prezzo/utili stimati, ai massimi storici (grafico 10, diagramma di destra). L'introduzione, a metà maggio, di misure volte a raffreddare l'economia – tra cui un innalzamento dei tassi ufficiali, un aumento degli obblighi di riserva e un ampliamento della banda di oscillazione del cambio – non è tuttavia bastata a intaccare la fiducia degli investitori, che nella seconda metà di maggio hanno invece sospinto l'indice azionario di Shanghai verso nuovi record. Gli ulteriori sforzi per contenere la speculazione sul mercato, quali la triplicazione dell'imposta di bollo sulle transazioni azionarie, hanno nondimeno fatto scendere l'indice di Shanghai di quasi il 7% il 30 maggio e nei giorni successivi.

Gli effetti dell'ondata di vendite si dissipano rapidamente

Pur avendo accantonato rapidamente i timori relativi alle vendite di febbraio-marzo, gli investitori hanno continuato a prestare grande attenzione alla Cina. La crescita del PIL cinese è rimasta vigorosa, salendo all'11% nel primo trimestre 2007. Questi risultati sono stati generalmente accolti con favore dagli investitori, i quali hanno ritenuto che sia tale andamento sia la robusta dinamica dell'India e di altre economie emergenti potessero controbilanciare in qualche misura la decelerazione negli Stati Uniti. Inoltre, il

protrarsi della rapida crescita in Cina è stato considerato positivo per una serie di economie emergenti e in particolare per i produttori di materie prime richieste dal mercato cinese. Ciò è emerso con particolare evidenza nel caso dei produttori di metalli quali il nichel, lo stagno e lo zinco, i cui prezzi sono saliti a nuovi massimi nel periodo considerato (grafico 10, diagramma di destra). Pertanto, la pubblicazione delle statistiche sul prodotto cinese a fine aprile ha fatto salire le quotazioni azionarie in Sudafrica, nelle economie produttrici di materie prime dell'America latina e in vari altri paesi.

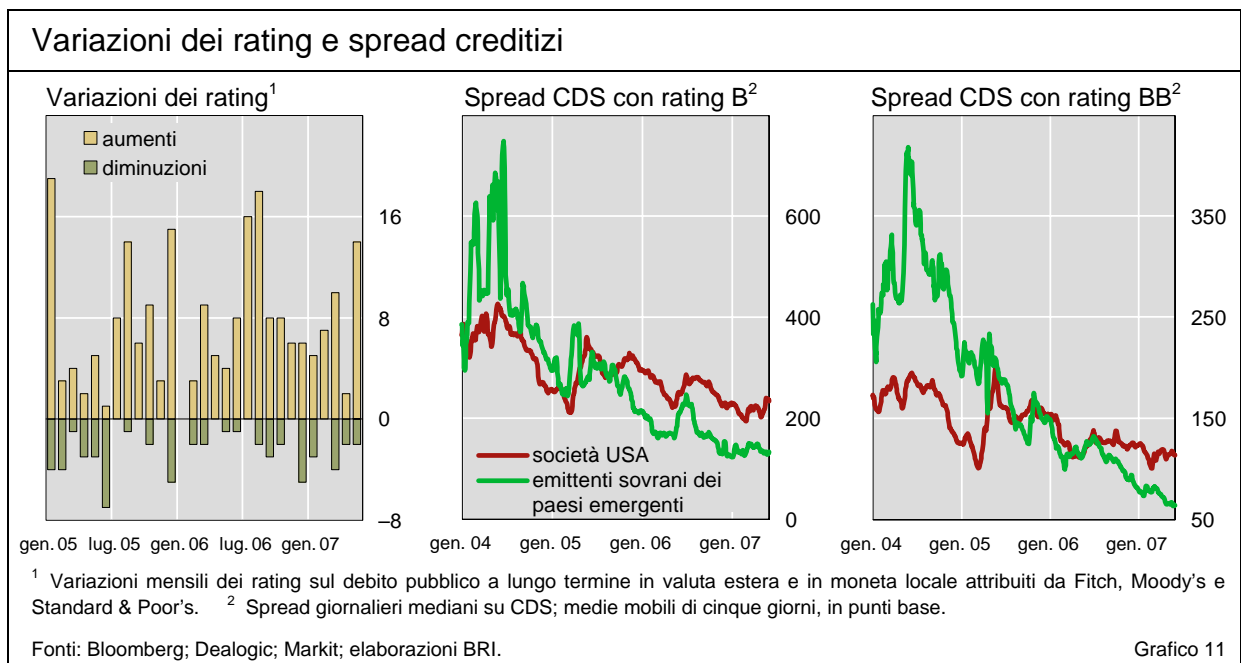
La forte crescita dell'economia cinese è positiva per i mercati emergenti

Le prospettive per i mercati emergenti sono rimaste generalmente favorevoli agli occhi degli investitori, in presenza di risultati economici ancora positivi e solide posizioni di bilancio. Inoltre, i miglioramenti dei rating sono rimasti più numerosi dei declassamenti (grafico 11, diagramma di sinistra) e questo ha fornito ulteriore sostegno ai prezzi delle attività in tali mercati.

Come nel passato recente, episodi isolati e circoscritti di turbolenza nei singoli paesi hanno avuto scarsi effetti sui corsi delle attività dell'area emergente nel suo insieme. In Turchia a fine aprile le quotazioni azionarie sono crollate, i rendimenti si sono impennati e la moneta si è indebolita di fronte all'acuirsi dei timori degli investitori per la situazione politica dopo i disordini connessi al processo di scelta del nuovo presidente. In Venezuela gli spread si sono ampliati quando sono stati resi pubblici i piani di ritiro del paese dall'FMI, con i conseguenti timori per la possibilità di un'insolvenza tecnica sulle obbligazioni venezuelane. Ciò nonostante, tali episodi non hanno avuto ripercussioni significative all'estero e hanno esercitato un impatto trascurabile sui mercati emergenti più in generale.

Gli andamenti positivi dei mercati emergenti negli ultimi due mesi hanno beneficiato dei migliori risultati economici, ma anche, sembrerebbe, in misura rilevante dell'elevata tolleranza al rischio degli investitori. Persino al confronto con le condizioni favorevoli dei mercati creditizi delle economie avanzate la

L'elevata tolleranza al rischio nei mercati emergenti ...



... non viene intaccata dall'ondata di vendite

performance dei mercati emergenti è risultata notevole. Gli spread sui CDS riferiti a emittenti sovrani dell'area emergente sono rimasti inferiori a quelli sui CDS relativi a emittenti societari statunitensi di pari merito creditizio, e questa differenza si è ulteriormente ampliata durante il periodo in rassegna (grafico 11, diagrammi centrale e di destra). Benché ciò possa ricondursi alla mutata valutazione degli investitori circa la rischiosità relativa del debito dei mercati emergenti rispetto a quello delle imprese statunitensi, un altro fattore determinante potrebbe essere la propensione piuttosto elevata al rischio creditizio dei mercati emergenti. La rapida ripresa delle quotazioni delle attività di questi mercati dopo l'ondata di vendite mostra che gli investitori erano ancora ben disposti ad assumersi tale rischio e che questa fiducia non poteva essere intaccata facilmente, nemmeno da forti movimenti delle quotazioni.