

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

I prezzi delle attività finanziarie rischiose hanno continuato ad aumentare per la maggior parte del 2006 e agli inizi del 2007. Le due forti ondate di vendite registrate in questo periodo si sono rivelate correzioni transitorie di tale dinamica, senza tradursi in un protratto calo. Pertanto, numerosi mercati azionari hanno raggiunto massimi storici, mentre vari differenziali creditizi sono scesi a nuovi minimi. Ciò si è verificato malgrado indicazioni secondo cui la crescita mondiale poteva aver raggiunto un punto di svolta e mentre l'indebolimento delle prospettive economiche negli Stati Uniti e gli effetti dei precedenti rialzi dei tassi di interesse cominciavano a gravare sul clima di mercato.

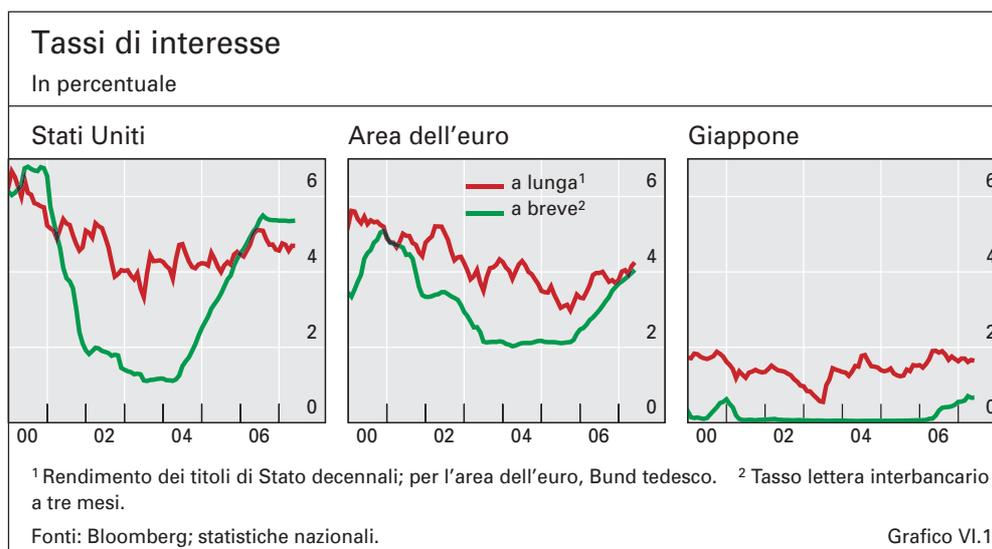
In tale contesto, i rendimenti obbligazionari nelle economie industriali avanzate si sono stabilizzati verso la metà del 2006, per poi cominciare a flettere. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno registrato un calo dei rendimenti a lungo termine nella seconda metà dell'anno, di riflesso alle preoccupazioni degli investitori circa le prospettive di crescita USA e alle attese di un allentamento della politica monetaria. Il quadro economico giapponese è rimasto più favorevole, fornendo un certo sostegno ai rendimenti, mentre quello dell'area dell'euro è migliorato progressivamente, finendo per sospingere verso l'alto i tassi a lunga in euro.

Sebbene la flessione dei rendimenti obbligazionari possa avere talvolta sorretto i prezzi delle azioni nel periodo in esame, un fattore più importante alla base dell'andamento di questi ultimi è stato il protratto forte aumento degli utili. Inoltre, i mercati azionari sono stati favoriti dai cambiamenti nella struttura finanziaria delle imprese, poiché sono ulteriormente aumentati i riacquisti di azioni proprie e si sono notevolmente intensificate le operazioni di fusione e acquisizione. L'ascesa delle quotazioni è stata altresì sospinta dall'alta e crescente propensione al rischio degli investitori.

Il miglioramento del quadro economico e la maggiore propensione al rischio degli investitori hanno avuto congiuntamente un impatto favorevole anche sugli spread sul debito societario nei mercati sviluppati. Gli elevati utili e la bassa leva finanziaria delle imprese hanno fatto scendere a livelli molto modesti la probabilità di inadempienza stimata dal mercato. Analogamente, i guadagni osservati nei mercati emergenti hanno coinciso con un miglioramento del merito di credito e condizioni macroeconomiche generalmente solide. Nondimeno, come in altri mercati, la crescente propensione al rischio ha probabilmente concorso ad alimentare la tendenza discendente degli spread societari sia nelle economie sviluppate sia in quelle emergenti.

Le divergenti prospettive di crescita fanno oscillare i rendimenti

L'aumento graduale dei rendimenti a lungo termine in atto da qualche tempo nei mercati sviluppati dei titoli di Stato ha subito una battuta d'arresto nel



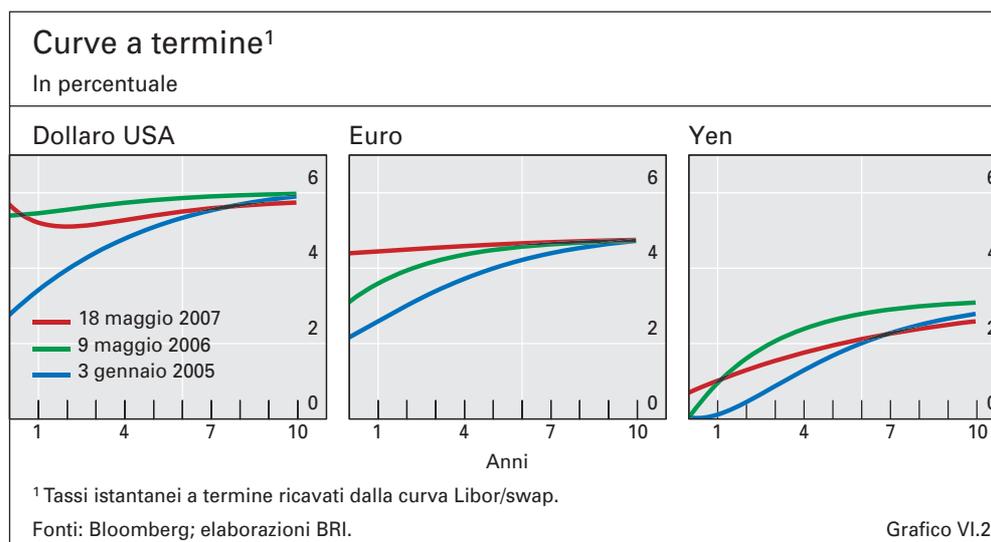
maggio 2006, allorché i mercati finanziari mondiali sono stati investiti da un'ondata di vendite. Mentre i prezzi delle attività rischiose hanno cominciato a riprendersi poco dopo, i rendimenti obbligazionari non hanno recuperato il precedente slancio. Al contrario, i tassi a lunga nei paesi del G3 hanno iniziato a diminuire verso la metà del 2006, quando gli investitori hanno rivisto al ribasso le prospettive per la crescita economica, specie negli Stati Uniti (grafico VI.1). A tale calo hanno contribuito le attese del mercato di riduzioni dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve, che sono apparse evidenti per gran parte del periodo. Lo scenario in certa misura più ottimistico relativo alla crescita in Giappone non ha generato pressoché alcuna pressione al rialzo sui rendimenti, ma ne ha probabilmente limitato il calo. Nell'area dell'euro la dinamica positiva dell'economia si è progressivamente intensificata, traducendosi infine in un incremento dei rendimenti obbligazionari. Tra l'inizio di maggio 2006 (prima dell'ondata di vendite) e il 18 maggio 2007 i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni hanno perso circa 35 punti base, scendendo al 4,80%; per contro, i rendimenti corrispondenti nell'area dell'euro sono aumentati di approssimativamente 30 punti base, al 4,30% circa, e quelli giapponesi si sono ridotti di quasi 25 punti base, all'1,65%.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine calano dopo la metà del 2006

Appiattimento delle curve dei rendimenti in Giappone e nell'area dell'euro

Il 17° incremento consecutivo dei tassi operato il 29 giugno 2006 dalla Federal Reserve è stato seguito da un lungo periodo di attesa, durante il quale il variare delle aspettative degli investitori sulle future mosse di politica monetaria ha contribuito al calo dei rendimenti sulle scadenze sia lunghe sia brevi. Mentre inizialmente gli investitori si attendevano un ulteriore inasprimento, sebbene a un ritmo più moderato, in un secondo tempo si è gradualmente fatta strada l'opinione che la Federal Reserve si sarebbe astenuta da ulteriori rialzi per un periodo protratto e infine che avrebbe potuto addirittura ridurre i tassi ufficiali. Al momento del rialzo del giugno 2006, la differenza tra i rendimenti statunitensi a dieci e due anni era sostanzialmente nulla. Il 18 maggio 2007 l'inclinazione della curva dei rendimenti per il segmento da due a dieci anni

Si rafforzano le aspettative di riduzioni dei tassi di riferimento USA ...



era pressoché invariata rispetto ai livelli del giugno 2006, mentre sulle brevi scadenze la curva dei tassi a termine impliciti mostrava una significativa inversione (grafico VI.2). Tale andamento era in linea con le attese di un orientamento più accomodante della politica monetaria USA nel breve-medio termine.

... mentre aumentano i tassi in Giappone e nell'area dell'euro

Mentre i tassi sono stati mantenuti invariati negli Stati Uniti, l'ulteriore inasprimento della politica monetaria in Giappone e nell'area dell'euro ha generato un appiattimento delle curve dei rendimenti in tali economie (grafico VI.2). In Giappone si è conclusa la politica del tasso zero e, nel luglio 2006, si è registrato il primo rialzo dei tassi in sei anni, seguito da un ulteriore incremento nel febbraio 2007. La BCE ha aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base per cinque volte tra giugno 2006 e maggio 2007 (Capitolo IV). Nel frattempo, i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato una lieve diminuzione in Giappone e una crescita solo moderata nell'area dell'euro, che si sono tradotte in una minore inclinazione della struttura per scadenze. Tra l'inizio di maggio 2006 e il 18 maggio 2007 la differenza tra i rendimenti a dieci e due anni è calata di circa 55 punti base nell'area dell'euro e di quasi 45 in Giappone.

Prospettive di crescita contrastanti e moderazione delle attese inflazionistiche

L'attesa flessione determina una diminuzione dei tassi di interesse USA ...

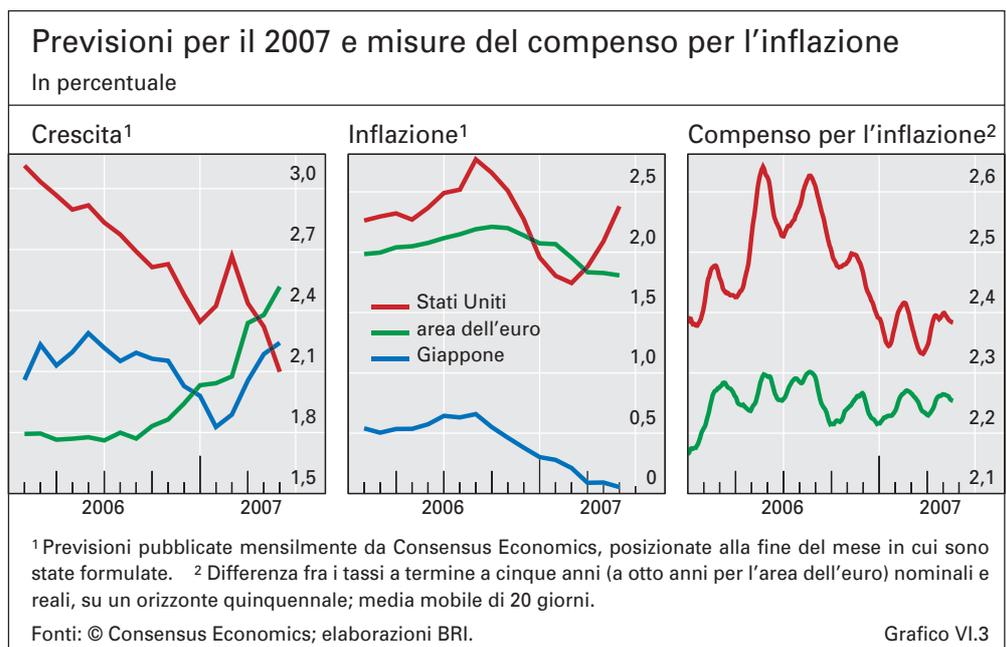
Come sempre, le decisioni in merito ai tassi ufficiali hanno rispecchiato l'evolversi delle valutazioni relative alle condizioni macroeconomiche e alle prospettive future, che hanno anche influenzato in larga misura i rendimenti obbligazionari a lungo termine. Presumibilmente, il fattore più importante alla base delle aspettative dei mercati e del prezzo dei titoli pubblici durante lo scorso anno sono state la rapidità e la portata attese del rallentamento economico negli Stati Uniti. Le opinioni degli investitori sulla probabile traiettoria della futura crescita USA sono divenute progressivamente meno ottimistiche durante il 2006, man mano che hanno iniziato a pesare le preoccupazioni per le conseguenze del rapido raffreddamento del mercato immobiliare, del protratto rincaro del petrolio e dei precedenti rialzi dei

tassi di interesse. Di riflesso, le previsioni formulate in base alle indagini sull'espansione dell'economia statunitense per il 2007 sono state ripetutamente riviste al ribasso durante il 2006, con una breve interruzione nei primi mesi del 2007 (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Se il mutare delle prospettive per l'attività economica USA ha esercitato un impatto anche sui rendimenti obbligazionari al di fuori degli Stati Uniti, le aspettative di crescita nell'area dell'euro e in Giappone hanno sicuramente svolto un ruolo importante nella dinamica dei rendimenti in tali economie. Nell'area dell'euro, che ha registrato un'accelerazione della crescita e aspettative via via più ottimistiche riguardo alla futura attività economica, i rendimenti hanno subito dapprima cali inferiori rispetto a quelli statunitensi, per poi aumentare gradualmente. In Giappone i rendimenti sono diminuiti in misura minore rispetto a quelli USA, mentre tra gli investitori si diffondeva l'opinione che l'economia stesse tornando alla normalità e che vi fossero i presupposti per una crescita robusta.

... mentre l'accelerazione della crescita innalza i rendimenti nell'area dell'euro

Oltre alle prospettive economiche, sull'evoluzione dei rendimenti dei titoli obbligazionari durante il 2006 ha influito anche l'opinione degli investitori circa il futuro andamento dell'inflazione. Nella prima metà dell'anno si era osservato un graduale aumento delle pressioni inflazionistiche, in particolare negli Stati Uniti, che è parso attenuarsi nel secondo semestre in seguito all'inasprimento della politica monetaria e al calo delle quotazioni del greggio protrattosi fino alla fine del 2006. In linea con tali dinamiche, le previsioni delle indagini riguardo all'inflazione per il 2007 hanno cominciato a ridursi dopo essere cresciute gradualmente nei primi mesi del 2006 (grafico VI.3, diagramma centrale). Tuttavia, i segnali emersi nella prima metà di quest'anno secondo cui l'inflazione stava diminuendo a un ritmo più lento del previsto hanno determinato una parziale inversione di tali previsioni. Le aspettative a lungo termine per l'inflazione USA, approssimate dalla differenza tra i rendimenti a

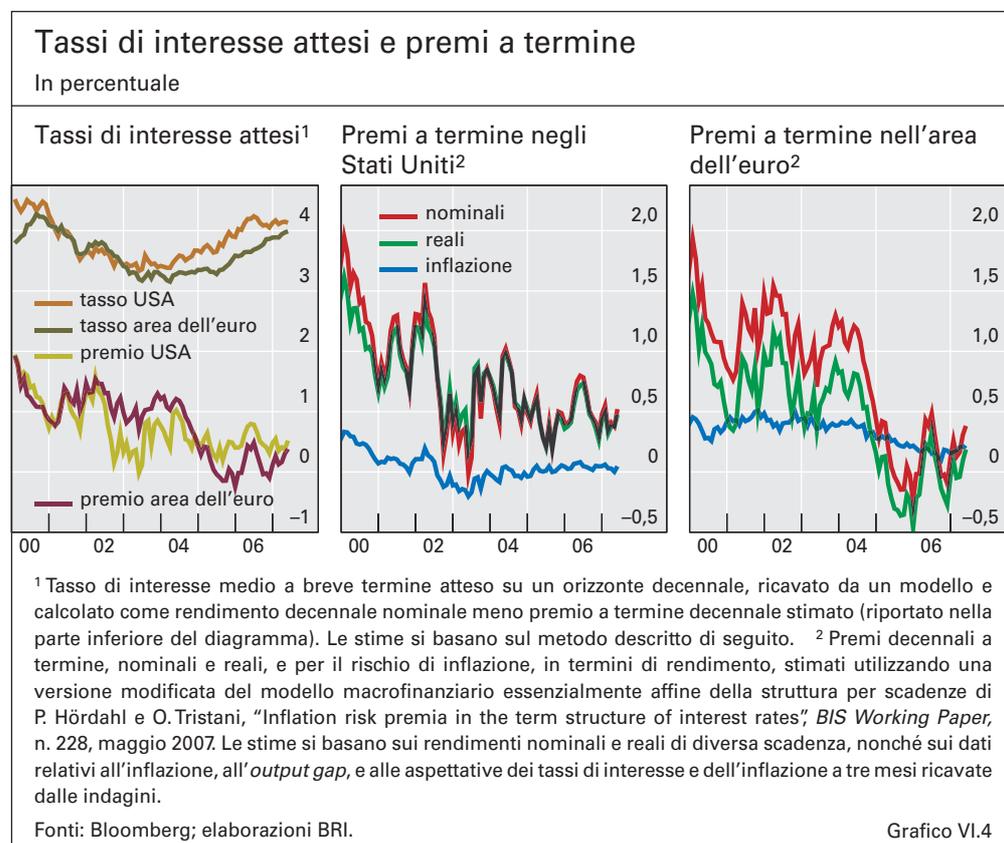


termine nominali e reali, hanno rispecchiato in larga misura questi andamenti (grafico VI.3, diagramma di destra). Nel contempo, le corrispondenti misure dell'inflazione nell'area dell'euro sono rimaste più stabili, a indicare che nel giudizio dei mercati le spinte sui prezzi derivanti dal miglioramento dell'attività economica sarebbero state controbilanciate da un orientamento di politica monetaria progressivamente più restrittivo.

Il calo dei premi a termine contribuisce alla flessione dei rendimenti obbligazionari

Sebbene lo scorso anno l'andamento dei rendimenti obbligazionari sia stato parzialmente determinato dalle aspettative riguardanti l'evoluzione dell'economia, anche altri fattori hanno avuto un impatto. In particolare, l'assenza di variazioni al rialzo significative dei rendimenti nell'area dell'euro per la maggior parte del 2006 è parsa in certa misura in contrasto con la rimarchevole performance economica dell'area. Il calo dei premi a termine è sembrato invece svolgere un ruolo rilevante e ha anche intensificato le spinte al ribasso sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA.

I premi a termine incorporati nella struttura per scadenza dei tassi di interesse costituiscono per gli investitori un compenso per i rischi associati all'incertezza sul futuro andamento dei tassi. Le stime di tali premi relative agli Stati Uniti e all'area dell'euro indicano che sono rimasti su livelli storicamente bassi (grafico VI.4, diagramma di sinistra). Inoltre, sebbene i premi a termine paiano essere aumentati in certa misura tra la fine del 2005 e la metà del 2006,



in seguito essi hanno ricominciato a calare. Le stime mostrano che dalla metà del 2006 a maggio 2007 il premio a termine nominale a dieci anni ha perso approssimativamente 25 punti base negli Stati Uniti; ciò equivale a circa tre quarti della diminuzione complessiva subita dal rendimento decennale durante questo periodo. I rimanenti 10 punti base sarebbero attribuibili alle aspettative di una futura contrazione dei tassi di interesse medi. Nell'area dell'euro il premio a termine a dieci anni è sceso di circa 40 punti base nella seconda metà del 2006, per poi recuperare la maggior parte di tale calo nei primi cinque mesi del 2007.

Scorpendo la componente stimata del premio a termine dai rendimenti a dieci anni, emerge un quadro che sembra rispecchiare meglio gli andamenti contrastanti registrati in queste due economie lo scorso anno. Il profilo implicito dei tassi di interesse nominali medi attesi nei prossimi dieci anni ha continuato ad accrescersi ininterrottamente per l'area dell'euro, mentre si è stabilizzato e ridotto verso la metà del 2006 per gli Stati Uniti (grafico VI.4, diagramma di sinistra).

Alcune informazioni sulle determinanti dei premi a termine stimati possono essere desunte dai moderni modelli della struttura per scadenze. I premi a termine incorporati nei rendimenti obbligazionari nominali possono, in prima approssimazione, essere scomposti in due elementi: un premio per il rischio di inflazione e un premio per il rischio di tasso di interesse reale. La prima componente rappresenta il compenso richiesto dagli investitori per l'incertezza sull'inflazione; la seconda il compenso richiesto per assumersi il rischio connesso alle variazioni dei tassi di interesse. Modellizzando congiuntamente le dinamiche dei rendimenti nominali e indicizzati nonché le principali variabili macroeconomiche si può ottenere un'indicazione sull'evolversi di questi premi nel corso del tempo. Indubbiamente, tali stime comportano un considerevole margine di incertezza. Inoltre, i risultati possono essere influenzati dalle condizioni di liquidità nei vari mercati e da fattori istituzionali. Ad esempio, fattori di domanda istituzionali ed elevati acquisti di titoli pubblici da parte di banche centrali estere e altre istituzioni statali possono aver esercitato per un certo periodo una pressione al ribasso sui rendimenti obbligazionari (Capitolo VI della 76ª *Relazione annuale*).

Ciò nonostante, l'evidenza empirica sembra indicare che i frequenti cambiamenti dei premi a termine nominali sono riconducibili, nell'area dell'euro in gran parte e negli Stati Uniti pressoché interamente, alle fluttuazioni della componente reale di tali premi (grafico VI.4, diagrammi centrale e di destra). Al tempo stesso, le stime relative al premio per il rischio di inflazione nell'area dell'euro hanno mostrato perlopiù una graduale flessione nel corso del 2006, mentre negli Stati Uniti sono rimaste sostanzialmente invariate.

Prosegue la diminuzione delle volatilità implicite dei tassi di interesse

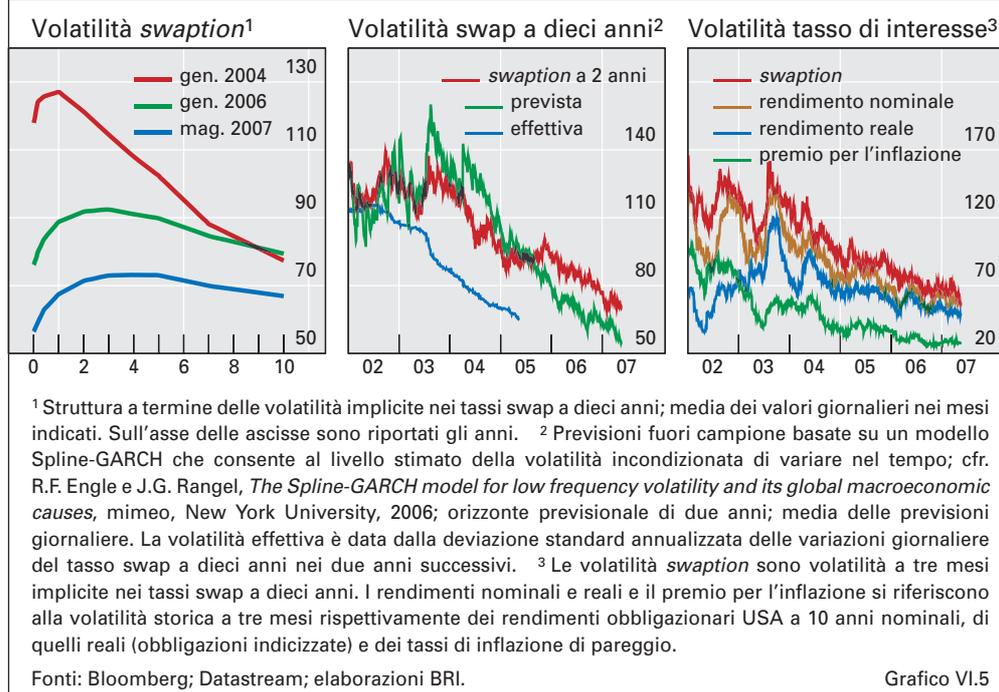
Il calo dei premi a termine stimati potrebbe essere dovuto, in certa misura, alla sensazione degli investitori che fosse diminuita l'incertezza circa le future manovre sui tassi di interesse. Di fatto, come indicato dalle volatilità implicite nelle *swaption* (opzioni su swap di tasso di interesse), vi sono indizi di un possibile calo del grado percepito di tale incertezza. Ad esempio, la struttura

La scomposizione dei premi a termine ...

... mostra che il calo è perlopiù dovuto alla flessione dei premi reali

Volatilità dei tassi di interesse USA a lungo termine

In punti base, annualizzate



Le volatilità implicite nelle *swaption* calano ulteriormente

per scadenze delle volatilità implicite nelle *swaption* per i tassi swap statunitensi a dieci anni ha continuato a spostarsi verso il basso durante il 2006 e i primi mesi del 2007 (grafico VI.5, diagramma di sinistra); andamenti analoghi si sono osservati anche per altri tassi swap. Le ondate di vendite che hanno interessato i mercati finanziari mondiali nei periodi maggio-giugno 2006 e fine febbraio-marzo 2007 hanno avuto in generale scarsi effetti sulle volatilità delle *swaption*, sebbene la volatilità a breve termine dei tassi a breve abbia evidenziato un temporaneo incremento in occasione del secondo episodio.

Le variazioni del compenso richiesto per il rischio di volatilità, ossia del premio relativo a tale rischio, possono parimenti avere influito sulle volatilità delle *swaption*, ma taluni indizi fanno ritenere che il loro ruolo sia stato meno significativo. Il premio per il rischio di volatilità può essere approssimato dalla differenza tra la volatilità implicita e la corrispondente volatilità attesa dagli investitori. Una possibile misura di quest'ultima è basata sulle previsioni ottenute dai modelli di serie storiche. Tali stime suggeriscono che, sebbene piuttosto brusca, la diminuzione delle volatilità delle *swaption* è nondimeno principalmente ascrivibile alle attese degli investitori di un protrarsi della diminuzione della volatilità futura. Più specificamente, il calo della volatilità implicita registrato negli ultimi anni è stato in gran parte rispecchiato da previsioni fuori campione (*out-of-sample*) di una minore volatilità generate da un modello che tiene conto delle variazioni del livello percepito di lungo termine della volatilità. Inoltre, la flessione osservata nelle volatilità implicite nelle *swaption* ha coinciso con una tendenza calante della volatilità effettiva dei tassi di interesse a lunga (grafico VI.5, diagramma centrale).

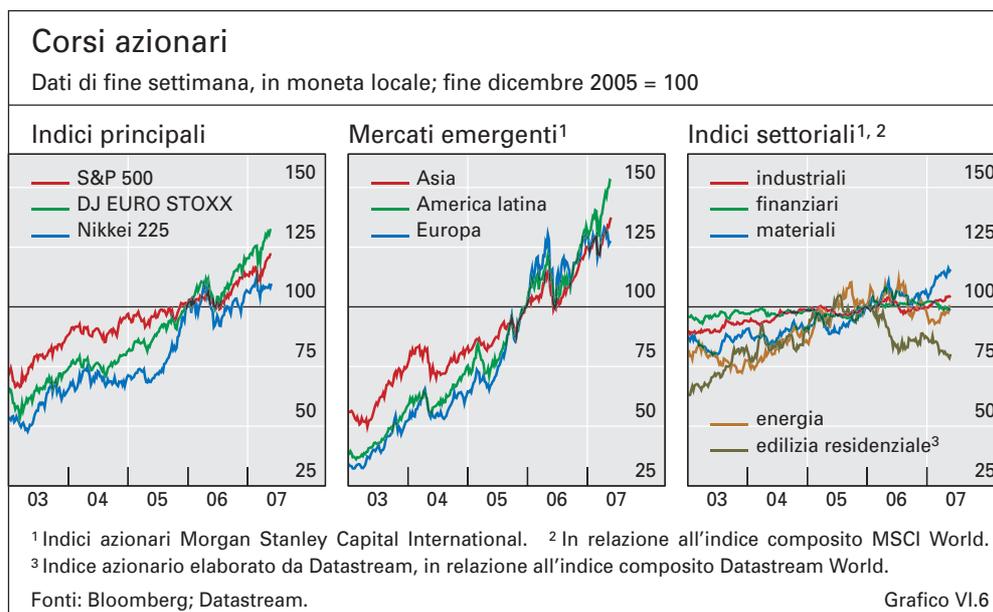
Poiché il differenziale su swap sui titoli del Tesoro USA è rimasto abbastanza stabile recentemente, alla costante diminuzione della volatilità dei tassi swap dalla metà del 2003 ha fatto in larga misura riscontro quella della volatilità dei rendimenti obbligazionari statunitensi a dieci anni (grafico VI.5, diagramma di destra). Inoltre, esistono indizi che tale calo potrebbe avere rispecchiato un rafforzamento della stabilità percepita dei fondamentali macroeconomici. In particolare, il compenso per l'inflazione dei rendimenti nominali è divenuto meno volatile; tale andamento, insieme alla stabilità dei premi per il rischio di inflazione, è coerente con la minore volatilità delle aspettative di inflazione a lungo termine. Ciò può essere attribuito all'accresciuta credibilità delle banche centrali o alla diffusa convinzione tra gli investitori che i futuri shock inflazionistici saranno probabilmente meno forti che in passato. Anche una riduzione generale della variabilità del premio a termine stimato, perlopiù ascrivibile a un premio meno volatile per il rischio di tasso di interesse reale, potrebbe avere contribuito ad abbassare la volatilità dei tassi di interesse.

La minore volatilità potrebbe essere connessa alle percezioni di stabilità macro-economica

Mercati azionari solidi nonostante gli episodi di volatilità

Il rialzo dei mercati azionari mondiali cominciato agli inizi del 2003 si è protratto per la maggior parte del periodo in rassegna, nonostante due brusche fasi di vendite tra maggio e giugno 2006 e tra la fine di febbraio e marzo 2007. Per il terzo anno consecutivo le borse delle economie europee avanzate hanno surclassato quelle di altri mercati sviluppati, facendo segnare un aumento delle quotazioni del 19% tra la fine di marzo 2006 e la metà di maggio 2007, contro una crescita del 17 e del 2% rispettivamente negli Stati Uniti e in Giappone (grafico VI.6, diagramma di sinistra). Ancor più forte è stata la dinamica complessiva dei corsi azionari nei mercati emergenti, con aumenti pari al 37, 28 e 10% in America latina, Asia ed Europa rispettivamente (grafico VI.6, diagramma centrale). Anche gli episodi di accentuata volatilità osservati

Le quotazioni azionarie si rafforzano ...



durante le fasi di vendite sono stati di breve durata. Pertanto, le volatilità delle quotazioni azionarie risultavano prossime ai minimi storici verso la fine del 2006 e ancora molto al disotto delle medie di lungo periodo nel maggio 2007 (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale).

Gli utili elevati sostengono i mercati

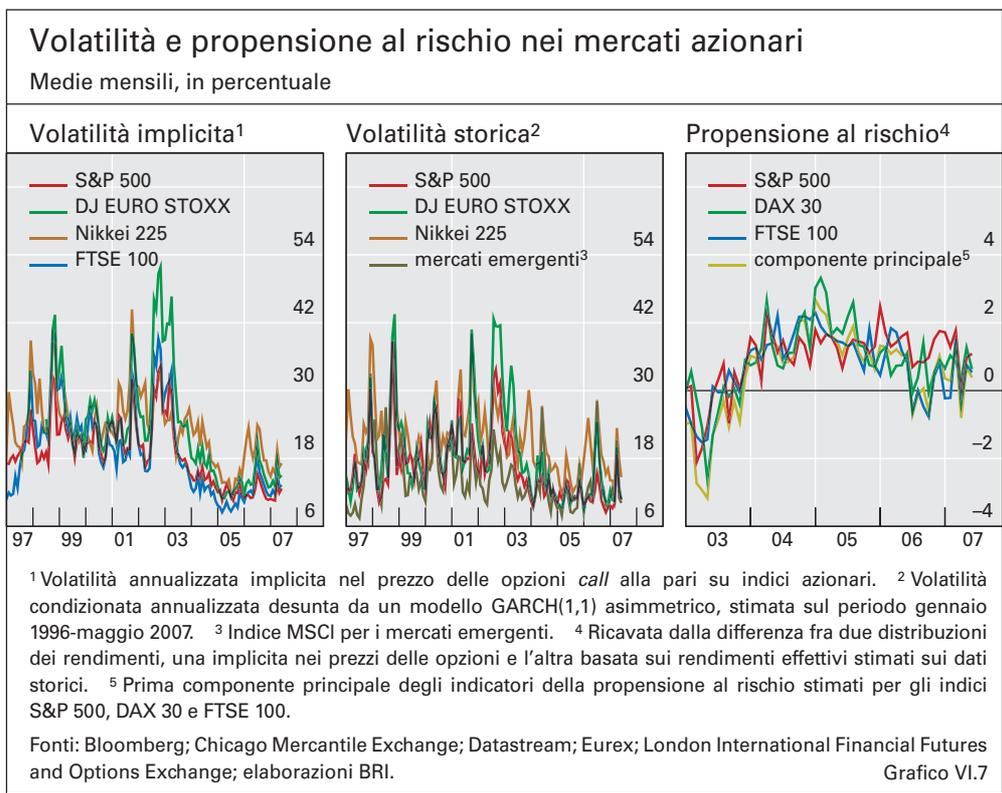
Un impulso fondamentale alle quotazioni azionarie mondiali è provenuto dagli elevati utili delle imprese quotate nei mercati dei paesi sviluppati. Anche se la crescita del PIL negli Stati Uniti si è raffreddata nel terzo trimestre 2006, ciò ha avuto inizialmente un impatto trascurabile sugli utili societari, che hanno mostrato segnali di un rallentamento solo verso la fine dell'anno. Di fatto, il ristagno dei prezzi delle abitazioni ha pesato sulla redditività e sui risultati di determinati settori, come quello dell'edilizia residenziale nel 2006 (grafico VI.6, diagramma di destra). La crescita degli utili è stata generalmente vigorosa anche in Europa; in particolare, la robusta attività economica nel Regno Unito, in Germania e in Francia ha neutralizzato sui mercati azionari l'effetto dei continui inasprimenti della politica monetaria operati dalla Bank of England e dalla BCE. In Giappone la dinamica dei profitti ha perso slancio dopo l'accelerazione degli inizi del 2006.

Gli aumenti dei corsi azionari nei mercati emergenti hanno avuto come sfondo condizioni macroeconomiche generalmente favorevoli (Capitolo III) e una forte propensione al rischio da parte degli investitori a livello mondiale. Il netto apprezzamento osservato nel comparto della produzione di materiali (grafico VI.6, diagramma di destra), fra cui metalli e minerali, ha rispecchiato in parte l'elevata crescita dei paesi emergenti in via di industrializzazione come la Cina. Inoltre, gli effetti di contagio innescati da turbative politiche in singoli mercati, quali l'Ungheria, la Thailandia e l'Ecuador, sono stati piuttosto limitati. Ciò nonostante, i corsi azionari nel comparto energetico hanno ristagnato dopo la metà del 2006, in linea con la contrazione dei prezzi del greggio; un andamento analogo è stato seguito dalle quotazioni azionarie in un tipico paese esportatore di petrolio come la Russia, che hanno registrato cali particolarmente pronunciati all'inizio del 2007. A differenza di quanto avvenuto nei mercati sviluppati, in quelli emergenti l'espansione degli utili societari non ha tenuto il passo con i corsi azionari e i rapporti capitalizzazione/utigli hanno segnato un brusco incremento (grafico VI.9, diagramma centrale), coerente con la maggiore propensione al rischio per le attività dei mercati emergenti.

I mercati azionari mondiali hanno accusato pesanti perdite nei periodi maggio-giugno 2006 e fine febbraio-marzo 2007. L'indice globale MSCI ha perso rispettivamente il 13 e il 7% fra il punto di massimo e quello di minimo. La fase di vendite della metà del 2006 pare essere stata causata più da un affievolimento della propensione al rischio degli investitori che da una diversa valutazione dei fondamentali (grafico VI.7, diagramma di destra); di conseguenza, i corsi azionari nei mercati emergenti hanno fatto registrare il calo più consistente, pari al 26%. Per contro, l'episodio del 2007 ha coinciso con timori circa la debolezza macroeconomica degli Stati Uniti (specie nel mercato delle abitazioni). Sebbene all'inizio di tale episodio si sia osservata

... grazie al sostegno di utili elevati

La propensione al rischio alimenta i rendimenti nei mercati emergenti ...



una brusca correzione nella borsa cinese, lo scarto negativo nella performance dei mercati azionari emergenti rispetto a quelli sviluppati è stato inferiore a quello di metà 2006. A differenza di allora, inoltre, l'ondata globale di vendite è stata di breve durata, e l'aumento di volatilità e la minore propensione al rischio sono state perlopiù riassorbite nell'arco di un mese (grafico VI.7).

L'attività di fusione e acquisizione sostiene il mercato

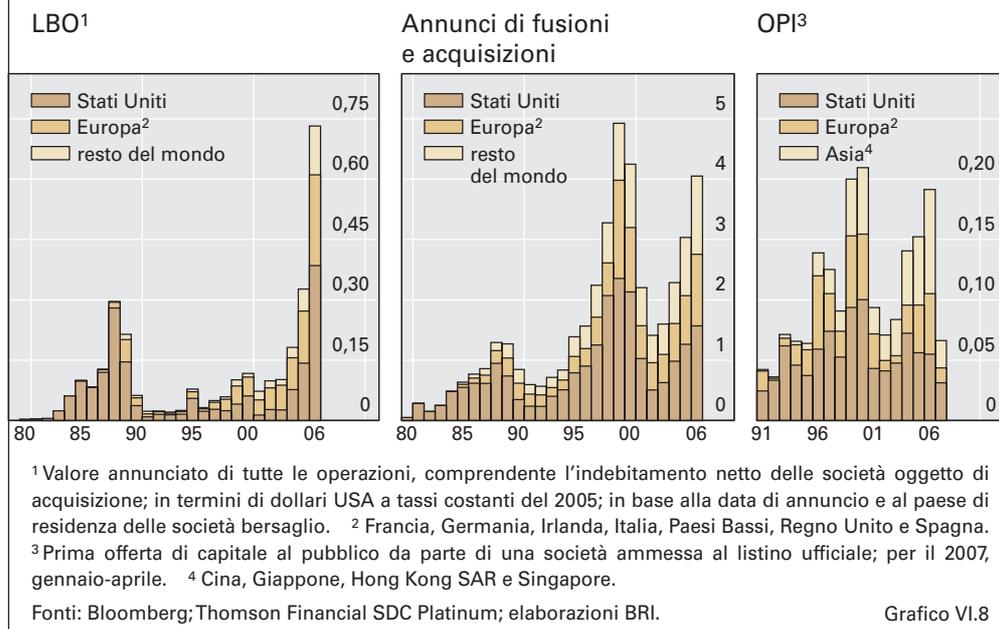
Anche i cambiamenti attuali e futuri nella struttura finanziaria delle imprese hanno concorso a sostenere le quotazioni azionarie. Il riacquisto di azioni proprie ha continuato ad aumentare: nel 2006 le società comprese nell'indice S&P 500 hanno ritirato azioni per oltre \$430 miliardi, importo nettamente superiore ai livelli record raggiunti appena l'anno precedente. Inoltre, sempre nel 2006 il volume delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) è salito a \$753 miliardi, con offerte di acquisto da parte delle società di *private equity* superiori (in dollari costanti) a quelle registrate all'apice dell'esplosione degli LBO, verso la fine degli anni ottanta. Una differenza sostanziale tra l'ultimo boom e quelli precedenti risiede nel fatto che le operazioni non sono state mirate in modo preponderante alle società statunitensi; di fatto, le aziende bersaglio europee hanno rappresentato il 31% del valore annunciato di tutte le operazioni, a fronte di meno del 10% nel 1988. Una percentuale significativa delle operazioni ha riguardato anche le società dei mercati emergenti e di altri paesi (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Più in generale, l'attività di fusione e acquisizione ha segnato una crescita sostanziale dai livelli già alti del 2005, totalizzando \$4,1 trilioni di operazioni annunciate nel 2006, il valore più alto (in termini reali) dal 2000. L'attività è

... e la robusta crescita dell'attività di fusione e acquisizione

Fusioni e acquisizioni e offerte pubbliche iniziali

In trilioni di dollari USA



stata particolarmente vivace in Europa, evidenziando un incremento del 52% nel 2006. Tale espansione ha fatto salire il valore complessivo delle operazioni a \$1,2 trilioni, un livello prossimo a quello degli Stati Uniti (grafico VI.8, diagramma centrale). Il dinamismo senza precedenti del mercato per il controllo societario è probabilmente una determinante del vigore del mercato azionario europeo. Nel dicembre 2006, sostenuto in larga misura dalle notizie di potenziali acquisizioni, il principale indice azionario europeo ha fatto registrare variazioni positive per dieci giorni consecutivi, la serie più lunga dal 1997.

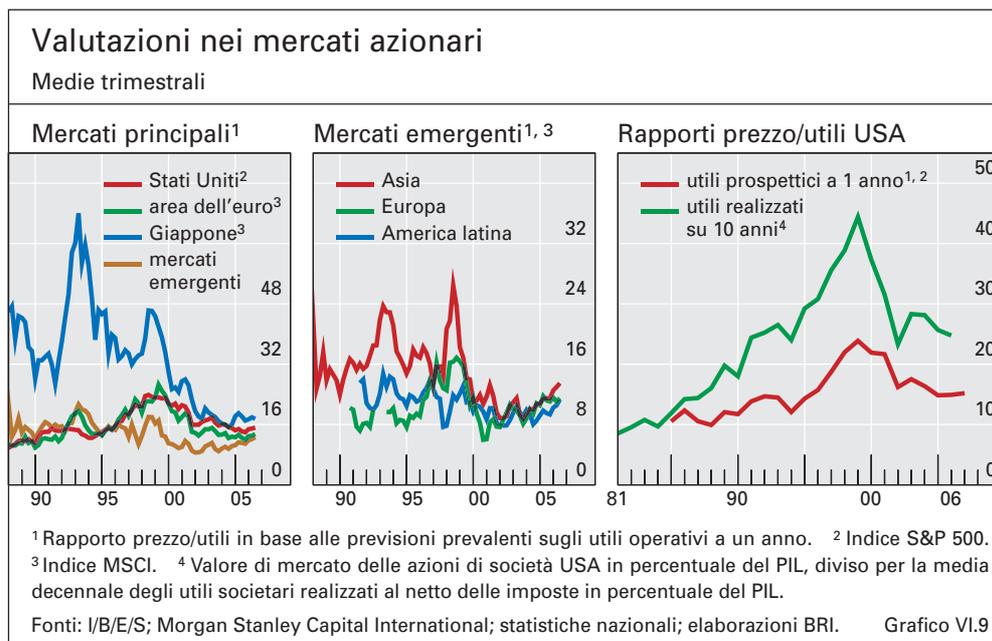
Il volume annuale delle offerte pubbliche iniziali (OPI) è stato il più alto dal 2000. Un numero particolarmente elevato di operazioni ha interessato l'Asia, dove il valore delle OPI ha raggiunto un record di \$86,4 miliardi, con un incremento del 53% sull'anno precedente (grafico VI.8, diagramma di destra). Un volume eccezionale di operazioni si è registrato nelle borse di Hong Kong e Shanghai. Mentre in Europa l'ammontare delle OPI è aumentato del 27%, negli Stati Uniti esso ha ristagnato, con un calo della rispettiva quota in valore sul totale dei principali mercati a meno del 30%.

Valutazioni azionarie

In presenza di una tale robusta crescita degli utili, il buon andamento delle quotazioni azionarie non ha determinato un incremento delle valutazioni nei mercati sviluppati, perlomeno sulla base di varie misure comuni. Anzi, le revisioni al rialzo delle previsioni sugli utili hanno generalmente superato gli incrementi dei prezzi. Nel 2006 il rapporto fra l'indice S&P 500 e gli utili previsti a un anno si è mantenuto su un valore di circa 15, leggermente superiore a quello relativo all'indice MSCI per l'area dell'euro. Entrambi i rapporti sono risultati di fatto leggermente inferiori alla loro media di lungo termine pari a

Il mercato per il controllo societario è particolarmente vivace in Europa

I rapporti prezzo/utili diminuiscono negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ...



16 nel periodo 1988-2005. In Giappone, malgrado il netto aumento registrato nella seconda metà del 2005 e all'inizio del 2006, i rapporti prezzo/utigli sono rimasti notevolmente al di sotto dei livelli dei decenni precedenti (grafico VI.9, diagramma di sinistra).

Per contro, nei mercati emergenti le valutazioni hanno seguito una dinamica piuttosto sostenuta, continuando ad aumentare decisamente dal 2005 (grafico VI.9, diagramma centrale). L'apprezzamento è stato particolarmente accentuato in Asia, sebbene sia stata l'Europa emergente a far registrare la crescita più rapida negli ultimi cinque anni. Nonostante la loro recente ascesa, le valutazioni restano ancora ben inferiori a quelle degli ultimi anni novanta (prima del crollo dei mercati azionari) in ciascuna delle principali regioni emergenti.

... e aumentano nei mercati emergenti

A dire il vero, nei mercati sviluppati le valutazioni risultano più elevate se basate su misure storiche degli utigli piuttosto che su previsioni a breve termine. Come si vedrà oltre, negli Stati Uniti gli utigli in percentuale del PIL hanno raggiunto valori prossimi ai massimi storici nel 2006 (grafico VI.15). Il rapporto tra i corsi azionari reali USA e una media mobile su dieci anni degli utigli reali, che attenua le variazioni cicliche, costituisce un indicatore previsivo (inversamente correlato) storicamente robusto dei rendimenti azionari futuri. Alla fine del 2006 tale rapporto si situava a circa 25, un livello ben superiore alla media storica di poco meno di 20 registrata dai primi anni ottanta (grafico VI.9, diagramma di destra).

Gli spread creditizi si aggirano intorno ai minimi storici

Nel periodo in rassegna si sono ristretti i differenziali di rendimento su tutte le tipologie di debito, ma in particolare quelli sulle passività più rischiose. Solo due periodi di turbolenza, rivelatisi peraltro relativamente brevi, hanno

interrotto l'andamento sostenuto dei mercati creditizi, che ha tratto vigore soprattutto dai solidi bilanci societari, nonché dalla forte domanda di prodotti di credito strutturati e dall'accresciuta propensione al rischio mostrata dagli investitori.

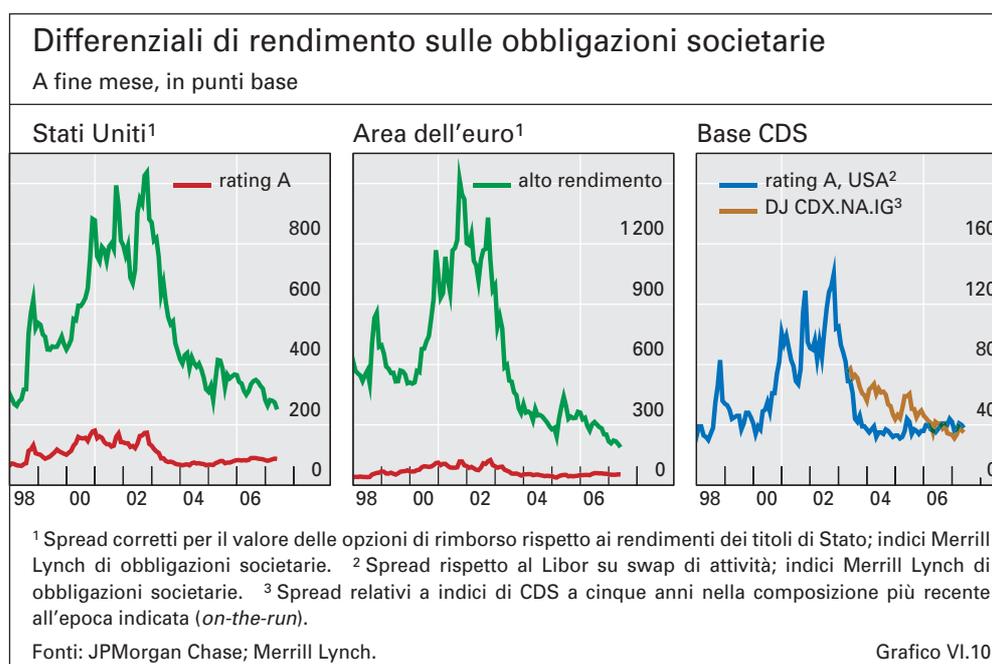
Performance superiore alla media del comparto ad alto rendimento

In alcuni mercati il rialzo dei prezzi degli strumenti di credito più rischiosi ha portato i differenziali di rendimento a nuovi minimi (grafico VI.10). Verso la fine di maggio 2007 l'indice degli spread sulle obbligazioni societarie statunitensi ad alto rendimento si collocava a poco più di 250 punti base, ossia al disotto del precedente minimo raggiunto prima dell'ondata di vendite del secondo trimestre 2005, e non distante dal minimo di 235 punti base dell'ottobre 1997. Analogamente, gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento europee erano calati a meno di 190 punti base, ossia a un livello inferiore di oltre 40 punti al precedente minimo del marzo 2005. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità elevata di entrambe le economie si sono mantenuti all'interno di una fascia relativamente ristretta e agli ultimi di maggio di quest'anno risultavano aumentati di solo pochi punti base rispetto al marzo 2006.

Una prima rivalutazione temporanea del prezzo del rischio di credito ha avuto luogo a partire da metà maggio 2006. Tra il giorno 12 di quel mese, quando si attestavano a 288 punti base, e fine giugno, gli spread sulle obbligazioni societarie statunitensi ad alto rendimento si sono ampliati di 47 punti base. L'aumento dell'indice dei *credit default swap* (CDS) ad alto rendimento sarebbe risultato significativamente maggiore in giugno e luglio se non fosse stato per il settore automobilistico: gli spread relativi ai CDS di General Motors e Ford si sono infatti ristretti di oltre 300 punti base tra fine giugno e fine agosto. I differenziali di rendimento sulle attività rischiose sono

La tendenza al ribasso degli spread nel segmento dell'alto rendimento ...

... resiste alle fasi di turbolenza di maggio-giugno 2006 ...



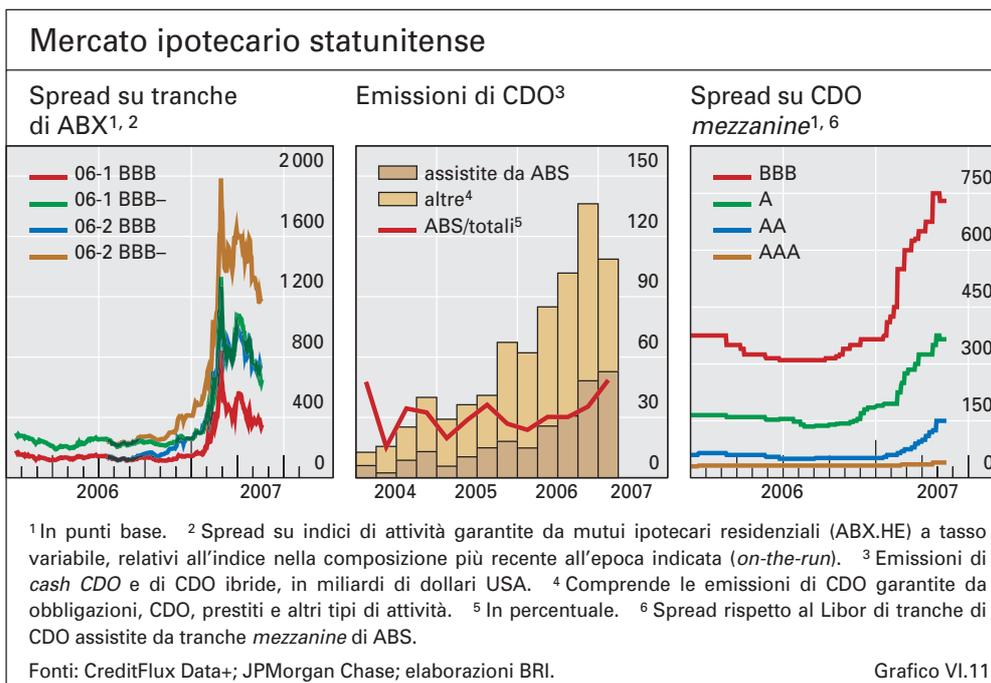
rimasti elevati per tutto il mese di agosto, per poi riprendere il loro cammino discendente agli ultimi di settembre. In maggio e giugno gli spostamenti di fondi dai comparti ad alto rendimento verso strumenti più sicuri non hanno modificato in misura rilevante gli spread degli emittenti con rating più elevato. Ad esempio, sia negli Stati Uniti sia in Europa l'aumento dei differenziali sulle obbligazioni private quotate A non ha raggiunto i 10 punti base.

Un secondo episodio di turbolenza ha colpito i mercati creditizi nel tardo febbraio e nel marzo 2007, producendo tuttavia effetti complessivamente meno pronunciati. Il 27 febbraio, sullo sfondo di un'ondata di vendite globale sui mercati azionari, gli spread sulle obbligazioni statunitensi ad alto rendimento sono balzati di oltre 20 punti base, continuando a salire per circa quattro giorni. Mentre i mercati azionari avevano recuperato gran parte delle perdite nell'arco di tre settimane, la ripresa di quelli creditizi è stata in certa misura più lenta. Soltanto nella seconda metà di maggio i differenziali sulle obbligazioni ad alto rendimento statunitensi sono ritornati in prossimità del minimo toccato verso la fine di febbraio.

Ad aumentare l'incertezza dei mercati sono stati i crescenti timori riguardo al mercato statunitense dei mutui ipotecari *subprime*, ossia erogati a prenditori con più basso merito di credito. I tassi di inadempienza su questi prestiti, collocatisi a quasi il 10% per buona parte del 2004 e del 2005, avevano raggiunto il 13% a fine 2006, segnando un marcato aumento nel quarto trimestre (Capitolo VII). L'aumento ha portato al fallimento di una serie di prestatori specializzati in questo comparto nonché, a partire da novembre, all'ampliamento significativo degli spread sulle tranche più rischiose dei prestiti collegati a immobili residenziali (grafico VI.11, diagramma di sinistra). Dopo che, l'8 febbraio di quest'anno, HSBC ha annunciato di dover incrementare gli accantonamenti a fronte delle sofferenze nel portafoglio prestiti *subprime*

... e fine
febbraio-marzo
2007

Si intensificano i
timori per il mercato
ipotecario USA ...



e che New Century Financial ha rivisto al ribasso le previsioni sul suo volume di prestiti per il 2007, gli spread in questo segmento del mercato hanno segnato un aumento di ben 200 punti base in appena due giorni.

... con ripercussioni sui mercati delle CDO

Resta da vedere se e come i problemi nel mercato statunitense dei prestiti ipotecari *subprime* possano trasmettersi ad altri mercati. In parte, i rischi in tal senso sono limitati dalle dimensioni relativamente esigue di questo comparto. I prestiti a mutuatari *subprime* rappresentavano nel 2006 appena il 21% del credito ipotecario statunitense totale e il 14% dei prestiti ipotecari complessivi in essere a fine anno. Ciò nonostante, si sono intensificate le preoccupazioni degli investitori per l'effetto che potrebbe avere un prolungato deterioramento in questo comparto sulla valutazione delle *collateralised debt obligation* (CDO) garantite da *asset-backed securities* (ABS). È difficile determinare esattamente in quale parte del mercato delle CDO siano concentrati i rischi rivenienti dai prestiti ipotecari di tipo *subprime* e Alt-A (anch'essi di qualità non primaria). Le stime basate sulle singole operazioni di CDO indicano che gli ABS costituiscono approssimativamente un terzo delle attività totali stanziata a garanzia delle *cash CDO* (grafico VI.11, diagramma centrale). Le stime del settore fanno ritenere che una quota sostanziale degli ABS abbia come base mutui *subprime* e Alt-A. Gli spread sulle tranche di CDO garantite da tranche *mezzanine* di ABS hanno iniziato ad aumentare verso la fine del gennaio 2007, segnalando che gli investitori attribuivano una probabilità più elevata all'eventualità di un peggioramento significativo del portafoglio di attività sottostanti (grafico VI.11, diagramma di destra).

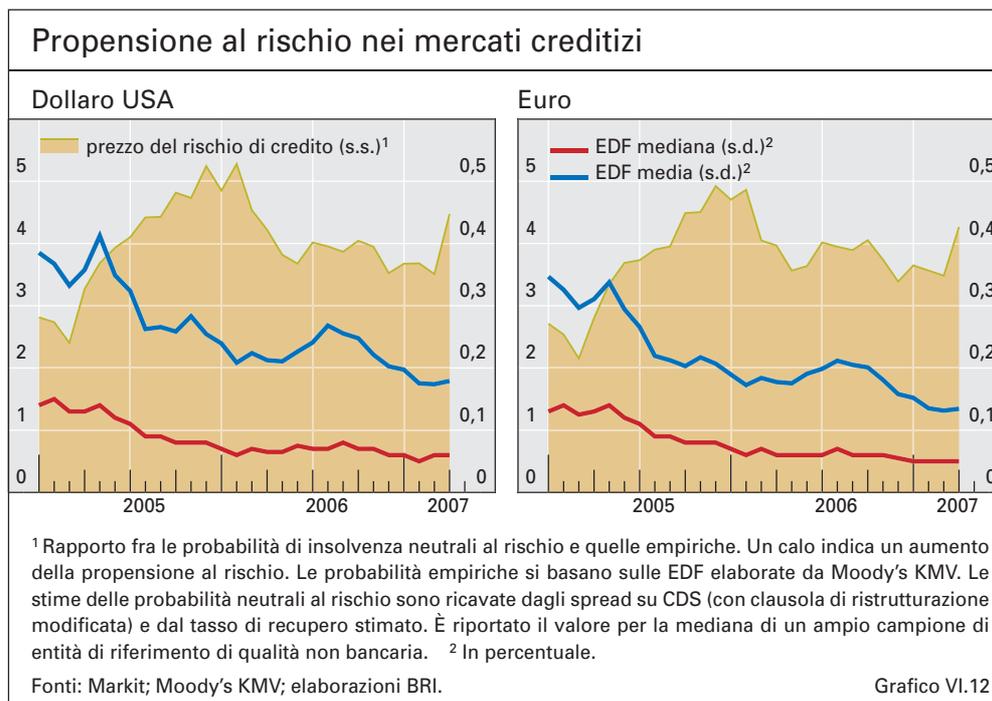
Aumento della propensione al rischio degli investitori

La mutata propensione al rischio degli investitori ...

Il rialzo dei corsi nei mercati creditizi ha certamente tratto slancio dal buono stato di salute generale dei bilanci delle imprese (si veda oltre), ma vi sono altresì riscontri del fatto che la tendenza al ribasso degli spread sulle attività rischiose abbia beneficiato di una mutata propensione al rischio degli investitori. Per ottenere una stima semplice del prezzo di un' "unità" di rischio in un particolare segmento del mercato creditizio si possono rapportare le probabilità di insolvenza ricavate dagli spread creditizi a quelle desunte a partire dai dati fondamentali di bilancio, come le *estimated default frequencies* (EDF) calcolate da Moody's KMV. Quanto maggiore è il rapporto, tanto più elevato è il compenso richiesto dai creditori per sopportare un determinato livello di rischio di inadempienza. Vero è che le stesse EDF non sono del tutto neutre al clima di mercato, poiché rispecchiano i corsi e le volatilità azionarie. Ciò nonostante, esse costituiscono una ragionevole approssimazione della valutazione data dagli operatori del mercato al rischio di insolvenza sottostante.

... favorisce il calo degli spread nel comparto dell'alto rendimento

In generale, questi indicatori rilevano che la propensione al rischio degli investitori è andata aumentando durante gran parte del 2006. I risultati positivi conseguiti dalle imprese nel periodo in rassegna hanno certamente contribuito al basso livello sia delle EDF sia dei premi su CDS. Questi premi, tuttavia, hanno segnato cali relativamente maggiori, indicando che è stata soprattutto la mutata propensione al rischio degli investitori, più che la variazione dei fondamentali, a far calare gli spread creditizi nel comparto dell'alto rendimento



(grafico VI.12). Il prezzo stimato del rischio di credito, che aveva raggiunto un massimo verso la fine del 2005, è sceso durante gran parte del 2006 e agli inizi del 2007, interrotto solo brevemente dalla fase di vendite di maggio-giugno dello scorso anno. Quanto agli andamenti più recenti, i dati disponibili indicano che l'aumento degli spread dell'alto rendimento nel tardo febbraio e nel marzo di quest'anno è ampiamente riconducibile a incrementi del prezzo del rischio.

Impennata delle emissioni di prodotti creditizi strutturati

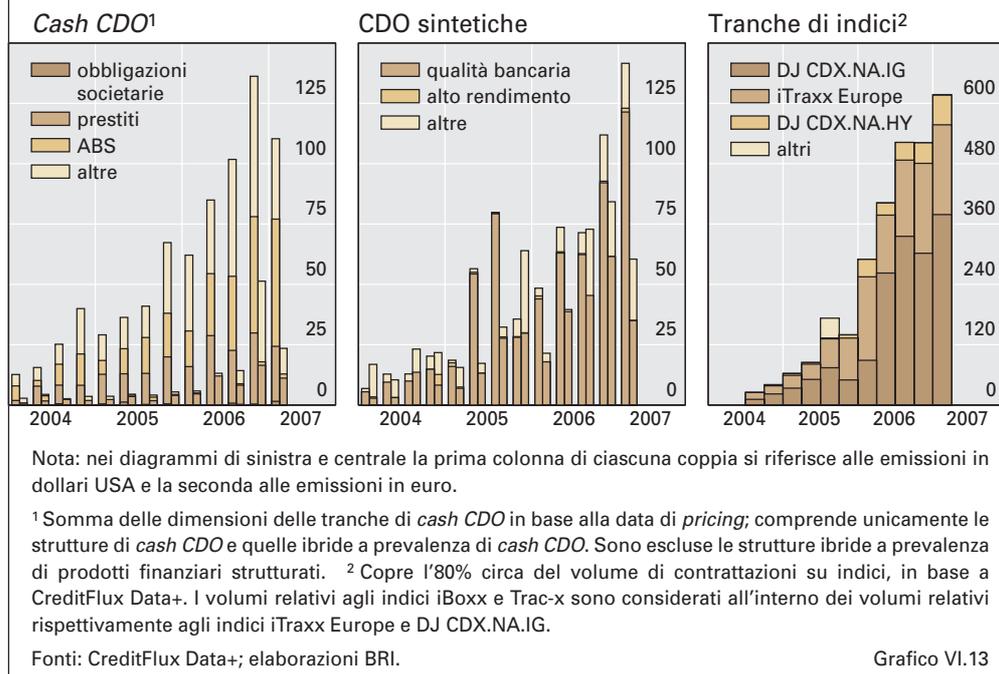
La tendenza calante degli spread nel comparto dell'alto rendimento ha coinciso con un periodo di forti emissioni di prodotti creditizi strutturati, portando alcuni osservatori a chiedersi se lo sviluppo del mercato delle CDO a partire dal 2004 non abbia contribuito alla compressione degli spread. Le emissioni mondiali di *cash CDO* denominate in dollari USA e in euro nel 2006, pari a \$470 miliardi, sono state le più elevate in assoluto, risultando particolarmente sostenute nel quarto trimestre (grafico VI.13). Del pari, sono cresciute notevolmente nel 2006 anche le emissioni di CDO sintetiche (CDO di CDS), collocatesi a \$524 miliardi, e le contrattazioni di tranche di indici di CDS (\$1 736 miliardi).

Esistono almeno due canali attraverso i quali i collocamenti di prodotti strutturati potrebbero esercitare pressioni al ribasso sugli spread creditizi. In linea generale, le emissioni di *cash CDO* vanno ad ampliare la base di investitori, e quindi la domanda, relativa ai titoli di debito societari. I soggetti che investono in titoli con rating elevato possono assumere indirettamente un'esposizione al debito societario di qualità inferiore mediante l'acquisto di tranche senior di CDO. Inoltre, gli emittenti di CDO sintetiche e di altri prodotti creditizi strutturati ricavano proventi dalla vendita della protezione dal rischio

Le emissioni record di CDO ...

Emissioni di CDO

In miliardi di dollari USA



di insolvenza nel mercato dei CDS, il che può accrescere la liquidità nei mercati sia derivati sia a contante. La fornitura di protezione collegata all'emissione di prodotti strutturati potrebbe essere persino maggiore di quanto indicato dai valori nozionali delle CDO. Ad esempio, la copertura delle esposizioni connesse con l'emissione di CDO a tranche unica, che si riferiscono soltanto a un intervallo determinato della distribuzione della probabilità di insolvenza, richiede che l'emittente venda protezione per un ammontare pari a più volte il valore nozionale delle CDO, al fine di controbilanciare l'elevata sensibilità di prezzo di tali strumenti. Il rapporto fra la protezione venduta e il valore nozionale delle emissioni può essere ancora maggiore per i prodotti più complessi, quali le *constant proportion portfolio insurance* (CPPI) e le *constant proportion debt obligation* (CPDO).

... non hanno un impatto tangibile nei mercati dell'alto rendimento ...

Per quanto l'emissione di prodotti strutturati possa, in teoria, esercitare pressioni al ribasso sugli spread attraverso entrambi questi canali, le evidenze disponibili fanno ritenere che il loro influsso non sia stato decisivo nel 2006, quantomeno non nei mercati dell'alto rendimento. Neanche l'1% delle emissioni totali di *cash CDO* si basava su portafogli di obbligazioni, in gran parte titoli con rating non inferiore a BBB- (*investment grade*). Analogamente, le emissioni di CDO sintetiche, tranches di indici e CPDO erano riferite principalmente a entità con elevato merito di credito. Sebbene alle emissioni complessive di CDO corrisponda un calo dei premi sui CDS ad alto rendimento, una regressione semplice indica che il nesso fra questi due fenomeni è debole e risulta statisticamente significativo solo per una frequenza mensile.

Ciò detto, vi sarebbero effettivamente indicazioni di un possibile influsso della crescita delle emissioni di CDO sintetiche sull'andamento divergente

degli spread su obbligazioni *investment grade* rispetto ai corrispondenti premi su CDS (grafico VI.10, diagramma di destra). Dopo la fase di vendite del marzo 2005 sino a verso la fine di febbraio 2007, gli spread su CDS con elevato merito di credito in dollari USA e in euro sono andati costantemente calando, a fronte di emissioni particolarmente elevate di prodotti strutturati. Per contro, gli spread su swap di attività di qualità comparabile sono rimasti in complesso sostanzialmente invariati.

... pur producendo effetti sensibili nei segmenti di qualità più elevata

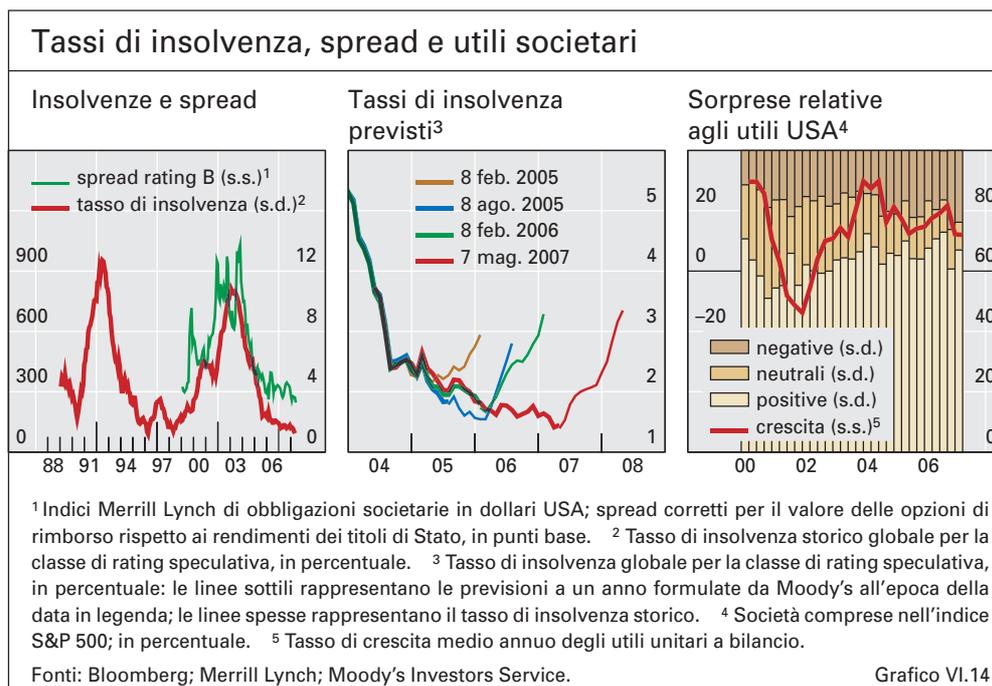
Una svolta nel ciclo del credito?

Con gli spread in prossimità dei minimi storici, i mercati erano oggettivamente vulnerabili a una rivalutazione del rischio di credito. Gli episodi di turbolenza del periodo in rassegna potrebbero riflettere il nervosismo latente degli operatori, giacché in momenti di congiuntura favorevole la bilancia dei rischi tende a pendere verso il basso.

In una prospettiva di breve periodo, tuttavia, pochi operatori di mercato sembrano preoccuparsi seriamente dell'eventualità di un deterioramento improvviso e diffuso del merito di credito. I tassi di insolvenza delle società di grado speculativo, scesi al disotto del 2% nel 2005, sono rimasti da allora intorno a quel livello, risultando sistematicamente inferiori alle previsioni delle agenzie di rating (grafico VI.14). Ciò nonostante, il fatto che i differenziali di rendimento degli strumenti a scadenza medio-breve si siano assottigliati in misura maggiore rispetto a quelli del debito a più lungo termine lascia presumere che in generale gli operatori si attendano un incremento dei tassi di insolvenza.

Timori limitati di un'imminente svolta del ciclo del credito

L'eventuale rallentamento della redditività delle imprese potrebbe essere un fattore in grado di innescare una rivalutazione del rischio di credito. Sebbene la redditività complessiva delle società statunitensi nel 2006 abbia raggiunto



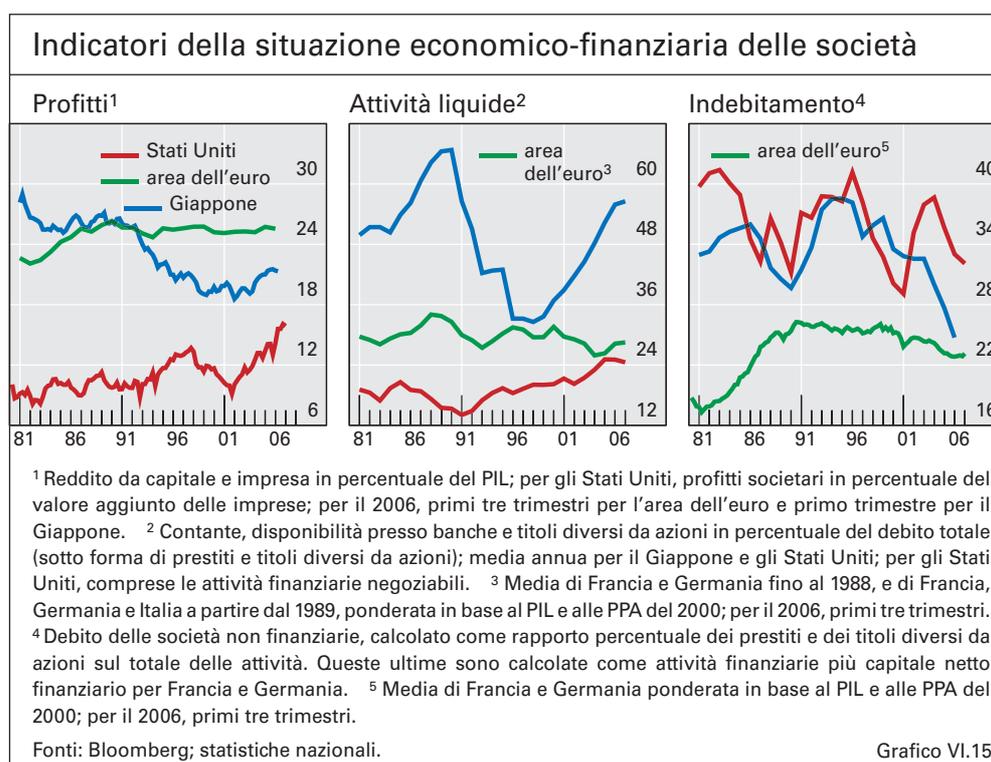
Il fattore di innesco potrebbe essere un rallentamento della redditività aziendale

livelli record (si veda sopra), la crescita dei profitti è sensibilmente diminuita a cavallo fra il 2006 e il 2007. Nel quarto trimestre dello scorso anno il numero di sorprese positive provenienti dagli annunci sugli utili ha ancora una volta superato quello delle sorprese negative, ma in misura decisamente inferiore ai trimestri precedenti. Le sorprese positive sono tornate ad aumentare lievemente nel primo trimestre di quest'anno, ma in buona parte per effetto di aspettative meno ottimistiche, piuttosto che di un'accelerazione dei profitti.

La solidità dei bilanci societari potrebbe mitigarne gli effetti

L'impatto di un rallentamento degli utili societari sul tasso di insolvenza complessivo potrebbe per un certo tempo essere attutito dalla solidità dei bilanci societari. Le principali misure dello stato di salute delle imprese non danno infatti motivi di preoccupazione (grafico VI.15). In aggregato, il grado di leva finanziaria utilizzata dalle imprese negli Stati Uniti e in Giappone è rimasto ben inferiore a quello osservato al culmine del boom dei titoli tecnologici, mentre nell'area dell'euro è andato calando. Analogamente, il rapporto fra attività liquide e indebitamento totale si è mantenuto appena al disotto del recente picco negli Stati Uniti, continuando a seguire una tendenza ascendente in Giappone e nell'area dell'euro. Infine, nel 2006 i profitti societari in percentuale del PIL sono risultati elevati. Quantomeno negli Stati Uniti, la situazione attuale appare assai diversa da quella che aveva preceduto le svolte nel ciclo del credito degli ultimi anni ottanta e novanta, quando i profitti societari erano inferiori e il grado di leva leggermente superiore a oggi.

A prima vista, la tendenza al ribasso del grado di leva societario appare in contrasto con i crescenti volumi dell'attività di fusione e acquisizione e delle altre operazioni a favore degli azionisti sopra descritte (grafico VI.8). Tuttavia,



il volume di tali attività non è ancora particolarmente elevato se si considerano le dimensioni del settore societario sulla base dei dati di contabilità nazionale. Persino negli Stati Uniti nel 2006 il valore totale delle LBO era pari a circa il 3% della capitalizzazione di borsa complessiva, e risultava ampiamente ripartito fra i vari settori.

Maggiore rischio di evento per le singole imprese dovuto a fusioni e acquisizioni e a LBO

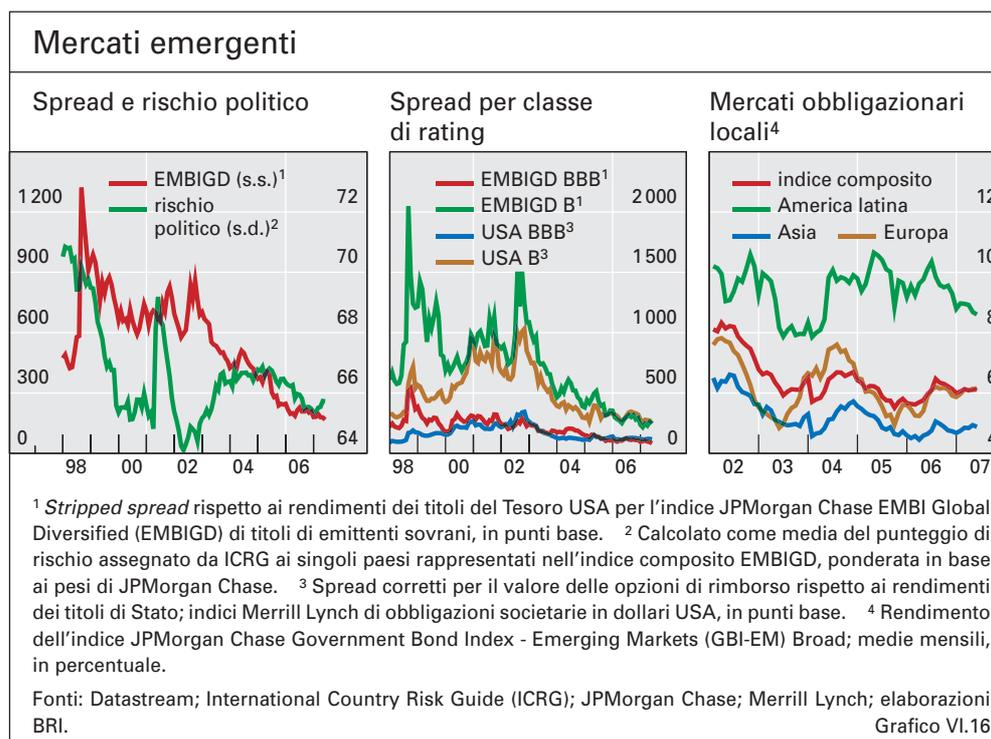
È tuttavia vero che l'attività di LBO può indurre un aumento sostanziale dell'indebitamento delle singole imprese, accrescendo i rischi di insolvenza di grandi società e quelli di difficoltà a livello settoriale. La maggior parte delle operazioni recenti di fusione e acquisizione sono state finanziate con mezzi liquidi, spesso reperiti nei mercati del debito. Le operazioni finanziate con capitale di rischio rappresentavano appena il 12% del valore totale delle operazioni annunciate nel 2006, in calo dal 19% del 2004 e dal 26% del 2002. Rispetto a queste operazioni, quelle finanziate con mezzi liquidi tendono a indurre una maggiore crescita dell'indebitamento. I dati forniti da un'importante agenzia di rating indicano che il rapporto medio fra debito e *cash flow* delle imprese acquisite da fondi di *private equity* ha raggiunto il massimo storico di 5,4 nel 2006 (si veda anche il Capitolo VII). Le perdite per i creditori derivanti da variazioni non previste nella struttura finanziaria delle società sono state elevate; in base ad alcune stime, lo scorso anno le cinque maggiori LBO aventi per oggetto società quotate hanno procurato circa \$2 miliardi di perdite valutate al valore di mercato per i detentori dei titoli di debito in essere della società bersaglio.

Presto o tardi il ciclo del credito segnerà una svolta e i tassi di insolvenza cominceranno ad aumentare. Le strategie che hanno permesso di realizzare lautissimi profitti in presenza di spread contenuti potrebbero all'improvviso rivelarsi più rischiose del previsto. In particolare, non è chiaro se il livello corrente degli spread sia sufficiente a fornire un compenso adeguato in caso di ritorno a tassi di insolvenza anche solo leggermente più elevati. In base ai calcoli di una banca d'affari, l'attuale basso valore degli spread creditizi nel mercato ad alto rendimento in dollari USA non sarebbe bastato a compensare gli investitori per le insolvenze effettive avvenute a partire da metà degli anni settanta per una coorte qualsiasi di obbligazioni societarie a cinque anni.

Forte domanda di attività dei mercati emergenti

I prezzi delle attività dei mercati emergenti hanno seguito un andamento simile a quello dei mercati maturi. È in particolare continuata la performance insolitamente positiva in atto da qualche anno nei mercati azionari (si veda sopra). I differenziali di rendimento sui titoli di Stato dei mercati emergenti hanno seguito a restringersi, pur se a ritmi inferiori che nel 2005, portando l'indice EMBI Global a toccare nuovi minimi (grafico VI.16). Gli spread su questa categoria di titoli sono scesi a livelli inferiori a quelli sui titoli societari USA di pari rating. Come avvenuto nei mercati creditizi dei paesi sviluppati, gli spread si sono ampliati solo temporaneamente durante le due fasi di vendite verificatesi nel periodo in esame. I rendimenti sui titoli in moneta locale si sono decisamente incrementati nella prima metà del 2006, per poi calare successivamente.

La progressione dei mercati emergenti ...



... basata sulla solidità dei fondamentali ...

La forte ascesa delle attività dei mercati emergenti è stata favorita dall'ennesimo anno di vivace performance economica. Le economie emergenti hanno continuato a beneficiare di una crescita rapida e molte di esse hanno ulteriormente migliorato le finanze pubbliche e la bilancia dei pagamenti, contribuendo al livello contenuto delle emissioni di debito estero (Capitolo III). Inoltre, alcuni paesi hanno proseguito nella politica di sostituzione del debito in valuta estera con passività in moneta locale. Le emissioni nette internazionali di titoli pubblici dei mercati emergenti, a \$6 miliardi, risultavano sì più elevate rispetto allo scorso anno (\$5 miliardi), ma rimanevano ben al di sotto dei livelli degli ultimi anni novanta (quasi \$50 miliardi l'anno). I mutuatari privati hanno approfittato delle favorevoli condizioni di finanziamento del 2006 per collocare \$130 miliardi di nuove emissioni, ascrivibili per quasi quattro quinti a istituzioni finanziarie. Anche le emissioni azionarie hanno raggiunto nuovi massimi, con varie offerte pubbliche iniziali di dimensioni assai rilevanti nel settore finanziario, specie in Cina e Russia.

... risente solo in minima parte delle vicende politiche

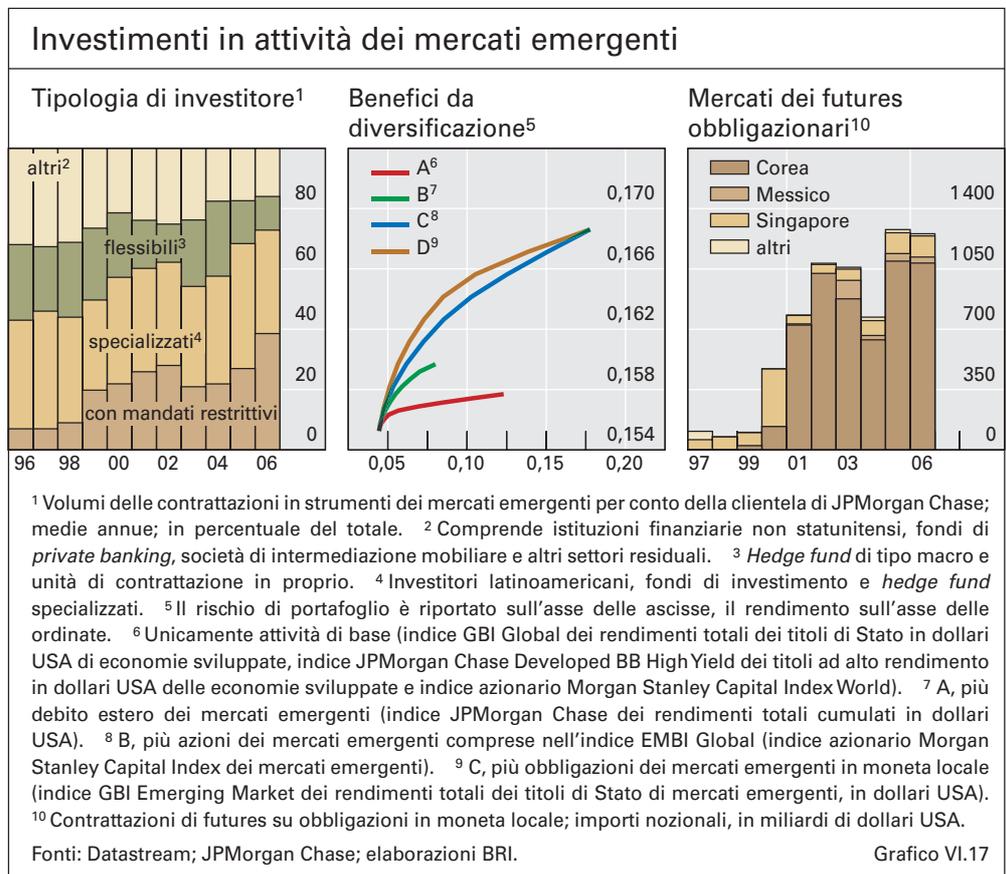
Alcuni avvenimenti isolati politici ed economici hanno accresciuto la volatilità, ma con effetti complessivamente di breve durata. Ad esempio, i timori di una ristrutturazione del debito sul modello di quella argentina hanno provocato un'impennata dello spread sul debito estero dell'Ecuador, passato da meno di 500 punti base nell'estate 2006 a oltre 1000 punti base nel gennaio 2007, e successivamente tornato a scendere annullando gran parte dell'aumento. Il golpe militare in Thailandia e i disordini in Ungheria hanno causato nel settembre 2006 un aumento generalizzato degli spread, che è tuttavia rientrato nell'arco di alcuni giorni. Nel dicembre 2006 l'imposizione di controlli sui movimenti di capitali in Thailandia al fine di frenare l'apprezzamento del baht è stata all'origine di una caduta del 15% della borsa di

Bangkok il giorno stesso dell'annuncio, nonché di un deprezzamento del 4% del baht nei giorni successivi, senza peraltro produrre effetti di rilievo altrove. I corsi azionari thailandesi hanno tuttavia recuperato gran parte del terreno perduto nei mesi seguenti, dopo che le autorità avevano deciso di esentare dai controlli vari tipi di transazioni. L'ampio programma di nazionalizzazione avviato dal governo venezuelano agli inizi del 2007 ha sospinto al rialzo gli spread e fatto crollare le quotazioni azionarie, ma anche in questo caso gli effetti in altri paesi sono stati scarsi. Analogamente, la crisi politica della Turchia nello stesso periodo non ha avuto ripercussioni sui mercati emergenti nel loro insieme. Nonostante questi avvenimenti, il rischio politico medio calcolato per 22 mercati emergenti in base a una metodologia diffusa si è notevolmente ridotto nella prima metà del 2006 ed è in seguito rimasto stabile, poiché l'aumento dei rischi in alcuni paesi è stato compensato da una loro diminuzione in altri (grafico VI.16, diagramma di sinistra).

Le attività dei mercati emergenti stanno forse uscendo dalla loro nicchia?

Tradizionalmente l'investimento in attività dei mercati emergenti era appannaggio esclusivo degli investitori specializzati. Tuttavia oggi la situazione è cambiata. In base a una serie limitata di dati, gli investitori vincolati per mandato ad acquistare primariamente titoli di qualità elevata hanno accresciuto la propria presenza nei mercati emergenti, passata dal 7% degli scambi dieci anni fa a poco meno del 40% nel 2006 (grafico VI.17, diagramma di sinistra). Gli investitori specializzati nei mercati emergenti, come fondi comuni di

I fondi con mandati di investimento circoscritti all'alta qualità ...



... sono attratti dai vantaggi della diversificazione

investimento o *hedge fund*, continuano a rivestire un ruolo significativo, sebbene le loro strategie sembrino essersi riorientate verso le attività in moneta locale, non privilegiando più il debito estero di soggetti sovrani.

Gli elevati rendimenti e i benefici attesi dalla diversificazione dei portafogli hanno indotto anche gli investitori non specializzati a incanalare fondi verso le attività dei mercati emergenti. In base a un modello di portafoglio standard stimato per il periodo gennaio 2002-marzo 2006 (periodo caratterizzato effettivamente da rendimenti elevati), l'acquisizione di titoli pubblici denominati in dollari USA dei mercati emergenti avrebbe considerevolmente migliorato il profilo di rischio/rendimento rispetto a un portafoglio di riferimento privo di tali investimenti (grafico VI.17, diagramma centrale). *Ex post*, l'inserimento aggiuntivo di azioni e di obbligazioni in moneta locale avrebbe innalzato la frontiera di portafoglio persino oltre.

Sebbene in linea di principio l'esposizione verso i mercati emergenti potrebbe far aumentare il rischio di perdite elevate in periodi di tensione, ciò non si è verificato nelle due fasi relativamente blande di vendite del periodo in rassegna. Ad esempio, soltanto in occasione delle liquidazioni del maggio-giugno 2006 un portafoglio con un'ampia quota di attività dei mercati emergenti, specie se comprendente titoli in moneta locale, avrebbe conseguito risultati peggiori di un portafoglio analogo di attività di economie sviluppate. Lo scarto di performance fra questi due portafogli sarebbe tuttavia venuto meno nell'arco di alcune settimane con la ripresa dei mercati. Nel febbraio 2007 una quota più elevata di investimenti nei mercati emergenti avrebbe addirittura avuto effetti stabilizzanti sul valore del portafoglio.

Benché la loro diffusione sia chiaramente aumentata presso gli investitori istituzionali, sarebbe prematuro considerare che le attività dei mercati emergenti si siano definitivamente lasciate alle spalle il loro status di investimento di nicchia. Uno degli ostacoli che si frappone alla maggiore partecipazione degli investitori esteri in questi mercati è la presenza in molte economie emergenti di controlli sui movimenti di capitali. Siffatte restrizioni potrebbero spiegare perché il tasso di partecipazione degli investitori esteri ai mercati obbligazionari in moneta locale sia decisamente inferiore in Asia rispetto all'Europa centrale e orientale o all'America latina, dove questi vincoli sono meno diffusi. Ciò detto, gli investitori esteri possono in certa misura acquisire un'esposizione anche nei confronti dei mercati soggetti a restrizioni per via indiretta, mediante i *non-deliverable forward* (Capitolo III). Questi strumenti sono negoziati all'estero e regolati in moneta estera, e consentono quindi di replicare il profilo di rendimento di strumenti locali senza dover effettuare alcuna transazione nella moneta del mercato di investimento.

Un secondo ostacolo, specie nei mercati obbligazionari in moneta locale, è la limitata disponibilità di strumenti per coprirsi dai rischi di cambio e di tasso di interesse. Se è generalmente possibile tutelarsi dalle oscillazioni valutarie su orizzonti di alcuni mesi, molto più difficile risulta conseguire una protezione contro le variazioni dei tassi di interesse su periodi di tempo più lunghi. Tali difficoltà si fanno persino più pronunciate allorché si tratta di negoziare il rischio di tasso di interesse. Solo pochi paesi, ossia Corea, Singapore e, in misura minore, Messico, dispongono di un mercato liquido di

futures obbligazionari (grafico VI.17, diagramma di destra), mentre sono maggiormente disponibili derivati sui tassi di interesse a breve termine. L'assenza di un mercato liquido dei futures potrebbe anche ritardare lo sviluppo del mercato degli swap di tasso di interesse, dal momento che gli operatori in questi strumenti utilizzano spesso i futures per coprire le proprie posizioni. Lungi dall'essere esaustivi, i dati della BRI mostrano che le posizioni in swap su tassi di interesse sono considerevoli soltanto nel segmento del dollaro di Hong Kong, per quanto fonti locali segnalino la presenza di attività anche in varie altre valute.

Infine, un terzo ostacolo potrebbe essere che la resilienza delle attività dei mercati emergenti non ha ancora superato il banco di prova di condizioni internazionali meno favorevoli. Dopo l'insolvenza dell'Argentina nel 2001, infatti, i mercati emergenti non sono più stati interessati da gravi turbative. Ciò contrasta nettamente con l'esperienza degli anni ottanta e novanta, quando gli investitori subivano talvolta pesanti perdite sulle loro posizioni in tali mercati.