

1. Quadro generale degli sviluppi: la prospettiva di un innalzamento dei tassi scuote i mercati

La prospettiva di un possibile aumento dei tassi ufficiali USA prima del previsto ha scatenato un'ondata di vendite sui mercati finanziari globali in aprile e agli inizi di maggio. Le reazioni insolitamente vigorose degli operatori in tutto il mondo ad alcuni annunci macroeconomici statunitensi hanno provocato secche perdite sui mercati azionari e delle obbligazioni sovrane ed emergenti.

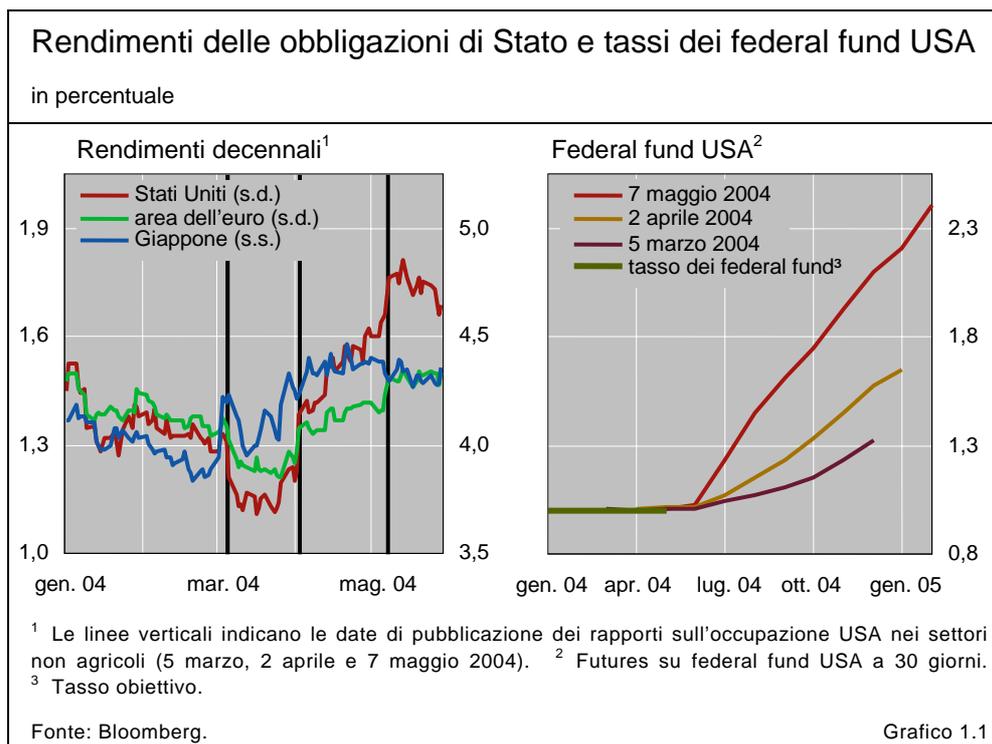
Sebbene quasi tutti i mercati abbiano accusato flessioni, alcuni sono stati più colpiti di altri. Di fatto, i comparti che in precedenza avevano seguito andamenti ravvicinati hanno cominciato a divergere. I rendimenti obbligazionari USA sono cresciuti più di quelli degli altri principali segmenti, sganciandosi in particolare dai rendimenti in euro. I titoli dei mercati emergenti hanno fatto registrare un ampliamento degli spread sensibilmente più elevato rispetto alle emissioni societarie ad alto rendimento, in parte a causa della maggiore importanza delle operazioni di "carry trade" di cui sono stati oggetto. Tra i mercati azionari sono stati quelli asiatici a subire i cali più ingenti, complici gli accresciuti timori di un possibile rallentamento nella crescita dell'economia cinese.

Malgrado l'entità delle vendite, le condizioni di mercato sono rimaste ordinate. Non vi sono pressoché stati segnali che le brusche oscillazioni dei prezzi abbiano causato nell'immediato problemi a emittenti o investitori; tuttavia, ciò non esclude che i soggetti più esposti a un aumento dei tassi di interesse possano ancora incontrare difficoltà nei mesi a venire.

I rendimenti USA scontano un'ascesa dei tassi ufficiali

Tra i primi di marzo e il mese di maggio i rendimenti obbligazionari sono saliti nelle principali economie, soprattutto negli Stati Uniti. Il tasso sulla Treasury note decennale ha guadagnato fra metà marzo e metà maggio oltre 100 punti base, superando quota 4,80%, il livello più alto da metà 2002. Il rialzo dei rendimenti è stato leggermente più marcato per le scadenze intermedie, di riflesso a un mutamento delle aspettative sia sui tempi che sull'entità dell'inasprimento monetario della Federal Reserve. Gli annunci determinanti per i mercati sono stati quelli sull'occupazione USA del 2 aprile e del 7 maggio, che hanno segnalato in entrambi i casi una crescita dei posti di lavoro nei settori

Rialzo dei rendimenti di pari passo con le aspettative di un inasprimento da parte della Fed



non agricoli molto al di sopra delle aspettative degli operatori, innescando aumenti giornalieri di oltre 20 punti base nei rendimenti obbligazionari (grafico 1.1). Sul mercato del reddito fisso hanno parimenti influito le indicazioni di una sostenuta dinamica dei consumi negli Stati Uniti, nonché la dichiarazione rilasciata a chiusura della riunione del Federal Open Market Committee il 4 maggio, interpretata come il segnale di un atteggiamento meno attendista nel decidere un innalzamento dei tassi. Alla fine di maggio nelle curve forward corrette per i premi a termine erano implicite attese di un inasprimento a partire dal mese di giugno e di aumenti del tasso ufficiale per oltre 250 punti nei due anni successivi.

Per taluni aspetti la recente ondata di vendite è simile a quella verificatasi sui mercati obbligazionari mondiali nell'estate 2003. In particolare, in ambedue gli episodi i rendimenti sui Treasuries a lunga scadenza sono balzati di oltre 100 punti base in meno di due mesi. Del pari, l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni del Tesoro USA sembra esser stato in entrambi i casi amplificato dagli sforzi degli investitori volti a compensare l'allungamento della duration dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria ("mortgage-backed securities" – MBS) mediante la vendita di altri strumenti a reddito fisso a lunga scadenza.

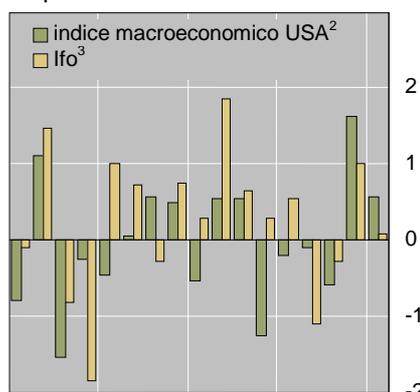
Nondimeno, vi sono state anche alcune importanti differenze. In primo luogo, la recente ascesa dei rendimenti USA è dovuta soprattutto ai positivi dati macroeconomici, specie quelli del mercato del lavoro (grafico 1.2). Siccome la Fed aveva lasciato chiaramente intendere che avrebbe atteso un netto miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro prima di procedere a un innalzamento dei tassi, non appena sono giunte cifre positive sull'occupazione i mercati obbligazionari si sono mossi per incorporare le aspettative di un tale inasprimento. Per contro, nell'estate 2003 l'aumento dei

L'ondata di vendite è simile a quella del 2003 ...

... ma in questa occasione è dovuta soprattutto ai dati positivi del mercato del lavoro

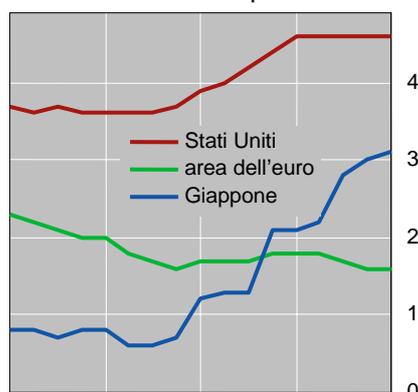
Dati macroeconomici e previsioni di crescita

Sorprese su dati macroeconomici¹



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

Previsioni di crescita per il 2004⁴



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

¹ Indici normalizzati delle "sorprese", definite come differenza fra le cifre effettive e le previsioni prevalenti. Le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state pubblicate le cifre effettive.

² Media ponderata degli indici normalizzati delle "sorprese" relativi ai seguenti annunci: indagine dell'ISM; occupazione nei settori non agricoli; vendite al dettaglio; prezzi alla produzione; prezzi al consumo. ³ L'indice tedesco Ifo si basa sull'indagine dell'Institut für Wirtschaftsforschung sul clima di mercato. ⁴ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente; previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics. Le osservazioni sono posizionate alla fine del mese in cui è stata effettuata la previsione.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

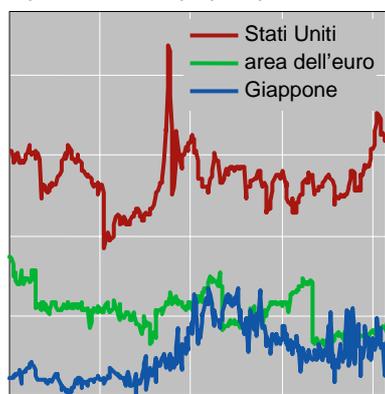
Grafico 1.2

rendimenti era stato indotto più dalle mutate aspettative circa la probabilità che la Fed ricorresse a misure non convenzionali di politica monetaria (come acquisti di titoli su ampia scala) in risposta al rischio di deflazione.

Una seconda differenza risiede nel fatto che durante l'episodio più recente l'impatto delle coperture di MBS sembra essere stato meno pronunciato che in passato. Ad esempio, sul mercato degli swap – dove l'effetto dei movimenti legati alla convessità è maggiore – a partire da fine aprile gli spread si sono

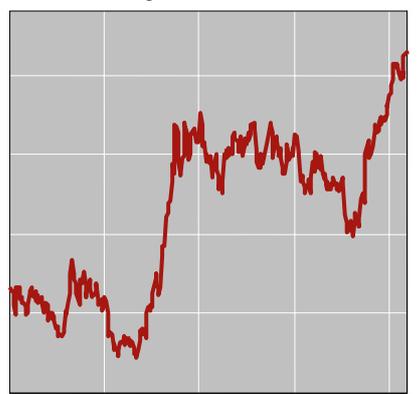
Mercati degli swap e dei prestiti ipotecari

Spread su swap quinquennali¹



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

Duration degli MBS²



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

¹ Differenziale fra swap di tasso a cinque anni e rendimenti delle obbligazioni di Stato quinquennali; in punti base. ² Duration modificata aggiustata dell'indice Lehman Brothers MBS a tasso fisso.

Fonti: Bloomberg; Lehman Brothers.

Grafico 1.3

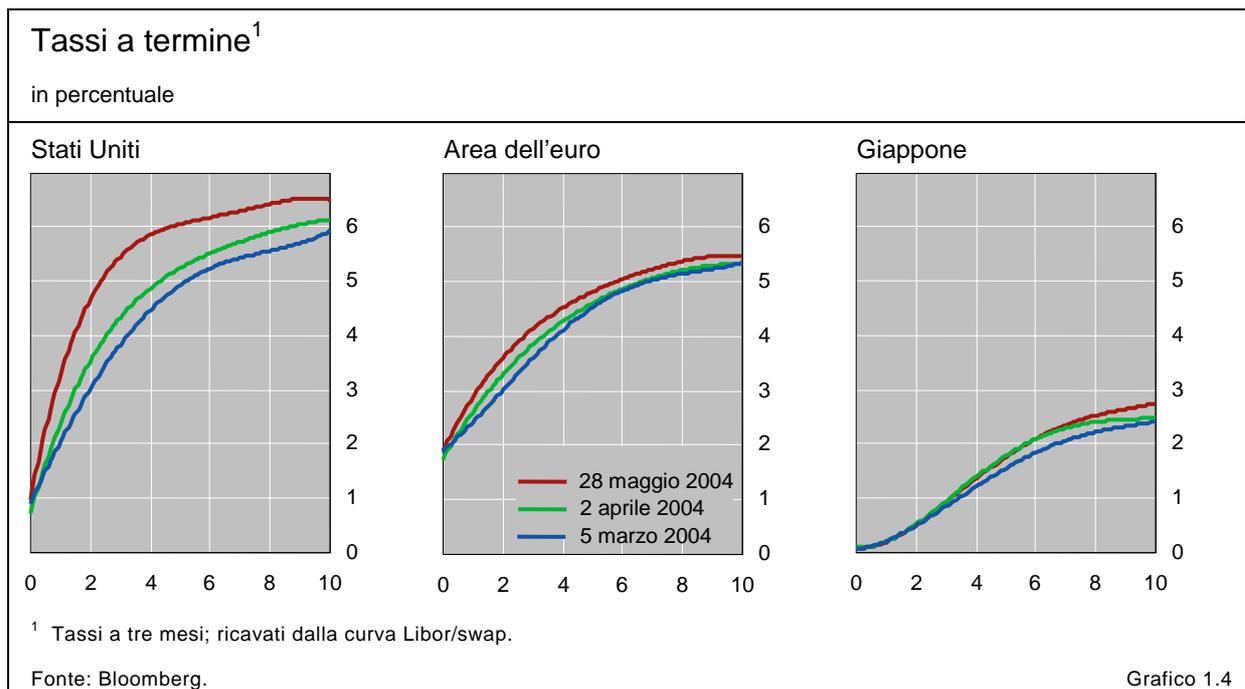
ampliati di circa 10 punti base, in modo peraltro molto più limitato e graduale di quanto non avessero fatto l'estate scorsa (grafico 1.3). All'epoca, il deterioramento delle condizioni di liquidità sui mercati degli swap aveva ingenerato ulteriori pressioni dirette in vendita su MBS e titoli di agenzie federali, mentre nel periodo in esame non vi è stata evidenza di condizioni di mercato disordinate.

Infine, diversamente da quanto accaduto nel precedente episodio, l'ultima ondata di vendite è stata molto meno pronunciata nei mercati obbligazionari maturi al di fuori degli Stati Uniti. Nell'area dell'euro la crescita dei rendimenti sul Bund è stata pari a meno della metà di quella osservata la scorsa estate (grafico 1.4), nonostante il fatto che il mercato considerasse meno probabile un taglio dei tassi da parte della BCE dopo la riunione del Consiglio direttivo il 1° aprile. Non solo i rendimenti sui Bund si sono sganciati da quelli in dollari in termini di livello, ma è diminuita in modo considerevole anche la correlazione eccezionalmente elevata che aveva caratterizzato le variazioni settimanali di tali rendimenti rispetto ai tassi in dollari tra fine 2003 e inizi 2004. Tale fenomeno ha probabilmente rispecchiato la sempre maggior concordanza di vedute sul fatto che i fondamentali macroeconomici dell'area dell'euro non erano altrettanto robusti, come indicavano le revisioni al ribasso delle previsioni di crescita per l'area (grafico 1.2).

Nello stesso tempo, i rendimenti in Giappone sono lievemente saliti, ma in misura molto più moderata che negli Stati Uniti. Anzi, le già basse correlazioni tra i movimenti settimanali dei rendimenti su titoli del governo giapponese e dei rendimenti in dollari o sul Bund sono scese ulteriormente. In particolare, se la marcata flessione dei corsi azionari nipponici a partire da fine aprile ha accresciuto tra gli investitori interni la domanda di titoli pubblici, anche il paventato rallentamento economico della Cina – le cui importazioni avevano

Le cessioni sono state molto meno pronunciate nell'area dell'euro ...

... e i rendimenti giapponesi restano pressoché invariati sul segmento a breve



fornito un importante contributo alla crescita del Giappone nell'anno precedente – ha concorso a contenere i rendimenti del mercato obbligazionario. Inoltre, al contrario di quanto osservato sui mercati statunitensi ed europei, i rendimenti giapponesi sono rimasti bloccati sul segmento a breve della curva (grafico 1.4), probabilmente compressi da varie dichiarazioni della Bank of Japan che indicavano come la probabilità di un ritorno all'inflazione nel breve termine (e, per estensione, di un abbandono della politica di allentamento quantitativo) fosse ancora remota.

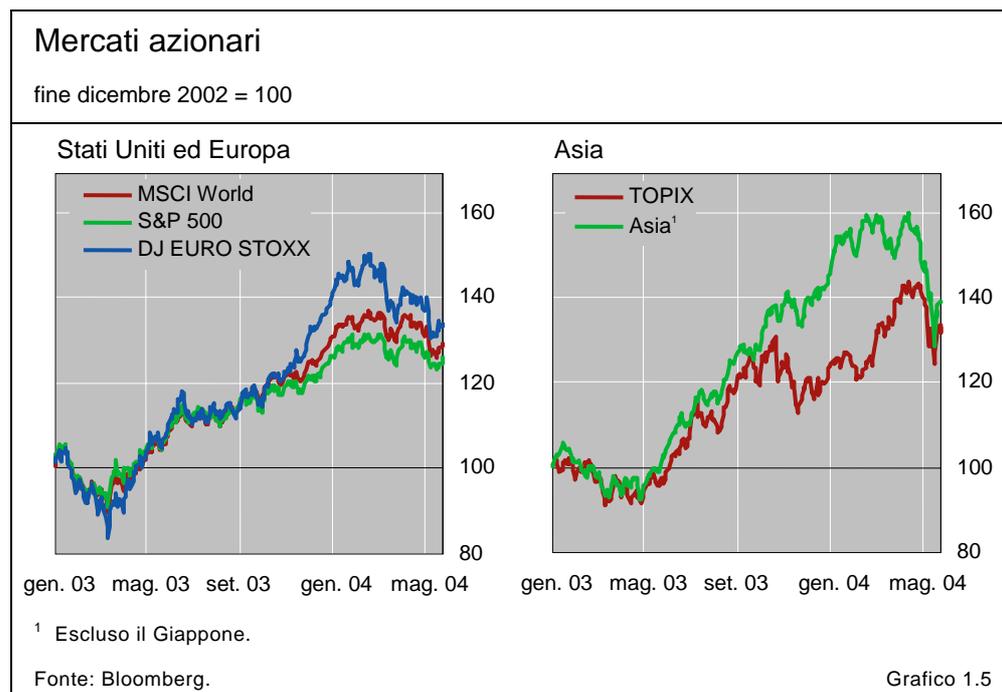
Mercati azionari in calo malgrado gli annunci positivi sugli utili

Calo dei mercati azionari nonostante le buone notizie sugli utili ...

Sebbene l'aumento dei rendimenti sui titoli pubblici sia fondamentale scaturito da un rafforzamento dell'economia USA, i mercati azionari delle principali economie hanno subito un calo (grafico 1.5), malgrado il continuo miglioramento degli annunci sugli utili (grafico 1.6). Ad esempio, sebbene oltre il 70% delle società costituenti l'indice S&P 500 avesse annunciato per il primo trimestre profitti superiori alle previsioni e gli indici di diffusione dei "profit warning" continuassero a salire, l'S&P 500 e il DJ EURO STOXX sono scesi del 4 e del 3% rispettivamente dai primi di marzo agli ultimi di maggio.

... sulla scia dei timori di un innalzamento dei tassi ...

Questa debolezza si spiega principalmente con il fatto che i crescenti timori di un innalzamento dei tassi ufficiali hanno più che controbilanciato le sorprese positive riguardo agli utili. In realtà, gli operatori non hanno completamente ignorato gli annunci sui profitti. A titolo esemplificativo, le segnalazioni positive di eBay e Qualcomm il 21 aprile hanno contribuito ai forti guadagni segnati dai principali indici azionari statunitensi. Nondimeno, le revisioni delle aspettative sulla politica monetaria hanno svolto un ruolo dominante. Nell'insieme della settimana tra il 19 e il 23 aprile, per esempio,



gli indici di mercato sono rimasti stazionari in seguito all'audizione del Presidente del Federal Reserve Board Alan Greenspan dinanzi al Congresso, interpretata come indizio di un'accresciuta probabilità di un aumento dei tassi.

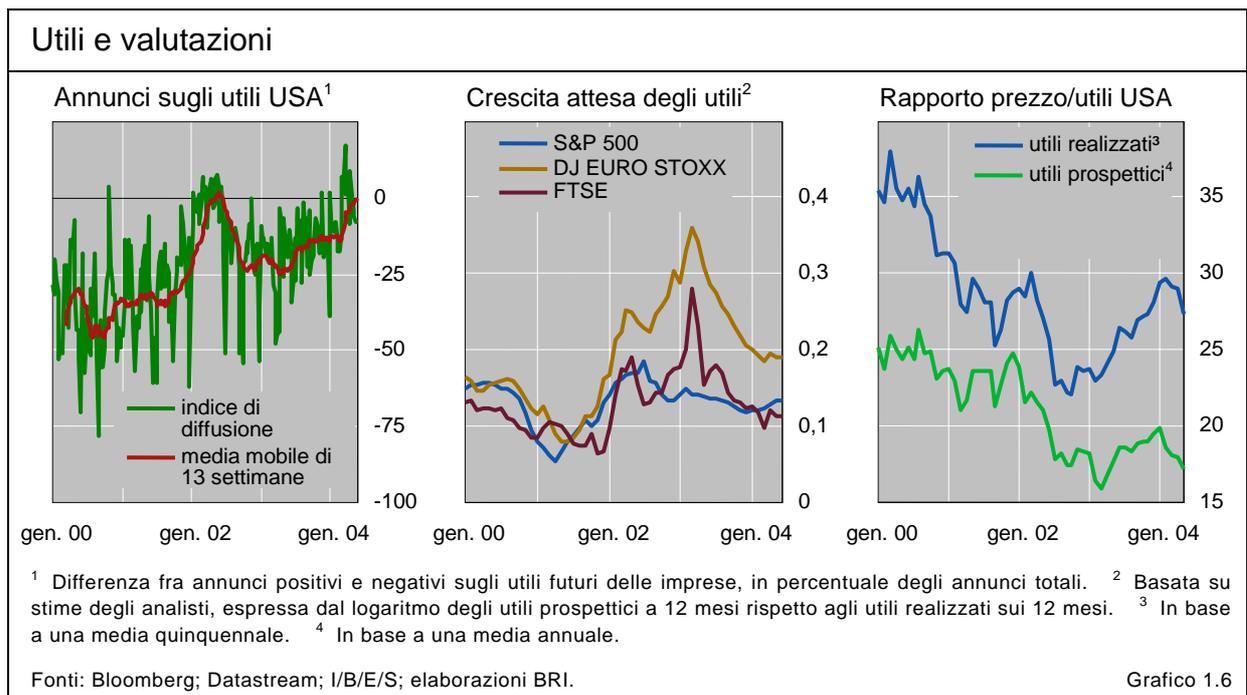
Tale evoluzione, osservabile a più riprese durante il periodo, emerge in modo particolarmente chiaro sulle frequenze giornaliere. Ad esempio, i principali indici azionari USA sono nettamente scesi il 13 aprile nonostante gli annunci positivi sugli utili di Merrill Lynch e Johnson & Johnson; lo stesso giorno la pubblicazione di cifre migliori del previsto in materia di vendite al dettaglio ha indotto i mercati ad anticipare il pronosticato inasprimento della Fed. Analogamente, i listini statunitensi sono bruscamente calati di fronte al rapporto sull'occupazione del 7 maggio, che segnalava dati superiori alle aspettative, benché la conferma della tanto anelata ripresa nel mercato del lavoro potesse plausibilmente stimolare un aumento dei redditi delle famiglie e della fiducia dei consumatori, oltreché dei tassi di interesse.

La parziale inversione del protratto incremento nella tolleranza al rischio degli investitori azionari sembra anch'essa aver influito sulle borse nel periodo sotto rassegna (grafico 1.7) L'aumento dell'avversione al rischio è stato percettibile soprattutto nell'Europa continentale. Dopo il marcato declino dei corsi azionari e l'impennata delle volatilità condizionate susseguita agli attacchi terroristici di Madrid dell'11 marzo, la misura dell'avversione al rischio per il DAX elaborata dalla BRI è sostanzialmente cresciuta. Anche l'indice riferito al mercato azionario USA evidenzia una maggiore avversione al rischio a partire da marzo.

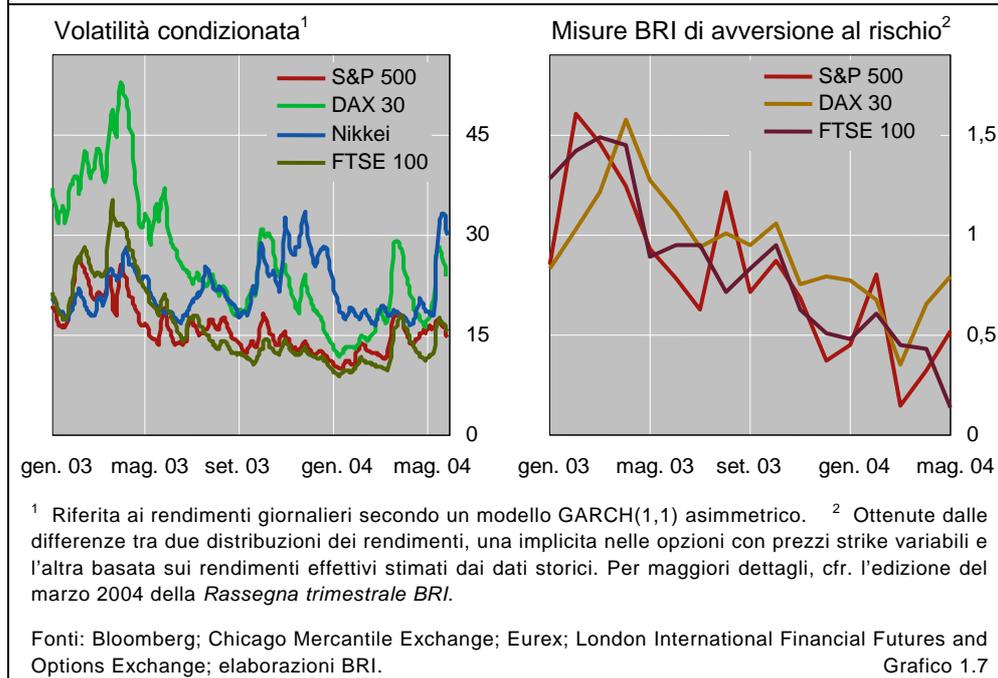
... e di una maggiore avversione al rischio

Da metà aprile l'ondata di vendite di titoli azionari è stata di gran lunga più pronunciata in Giappone e in altri mercati asiatici. Il TOPIX e gli indici ampi per l'Asia (escluso il Giappone) sono scesi rispettivamente del 6 e dell'11%.

L'ondata di vendite è più pronunciata in Asia



Volatilità e avversione al rischio nei mercati azionari



Il mercato nipponico è stato particolarmente volatile nel mese di maggio, nelle cui prime settimane si sono registrate le quattro maggiori oscillazioni di prezzo giornaliere dal mese di marzo. Tra queste figura la flessione del 10 maggio, la più ingente dagli attentati dell'11 settembre 2001. Sembra aver avuto un ruolo sostanziale il timore di un possibile rallentamento economico della Cina continentale, importante motore di crescita nella regione, specie alla luce delle misure annunciate dal governo di Pechino per limitare l'espansione del credito. Tra i fattori che hanno contribuito a questi andamenti figurano poi l'aumento dei prezzi del petrolio e i segnali macroeconomici sempre più contrastanti riguardo alla ripresa in Giappone. Ad esempio, l'annuncio il 13 maggio dei dati sugli ordinativi di macchinari – decisamente inferiore alle attese – ha concorso a un calo del 2% nel Nikkei 225.

Si esaurisce la fase rialzista sui mercati del credito

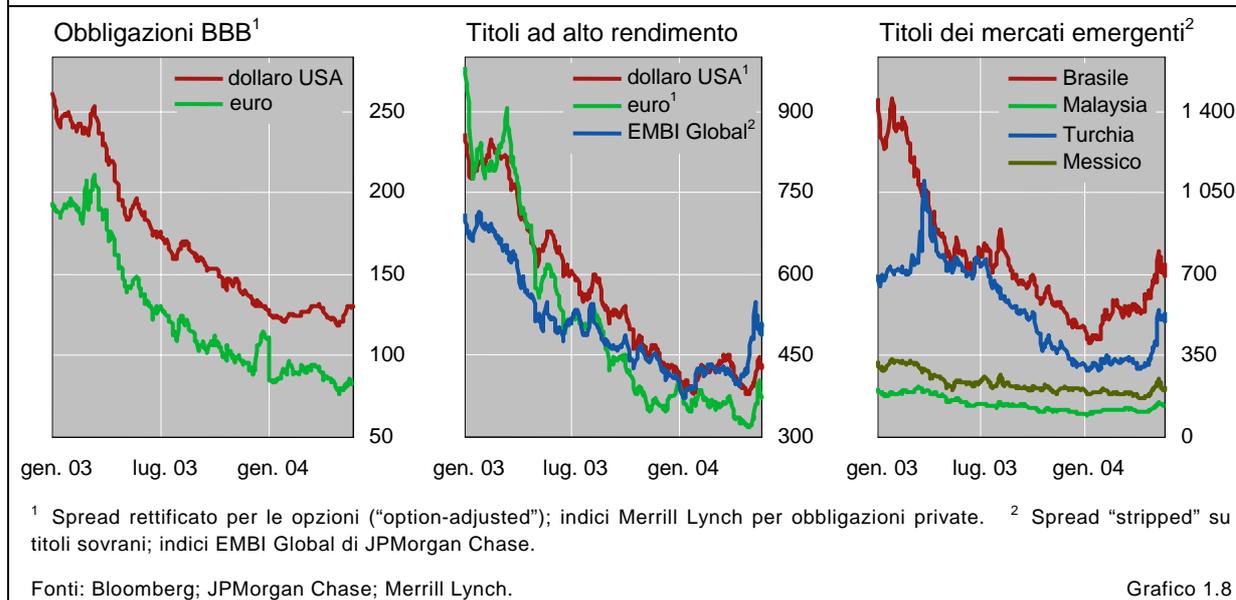
La prospettiva di un aumento dei tassi ufficiali USA in anticipo sul previsto ha posto fine alla lunga ascesa dei mercati creditizi. La tendenza calante degli spread sui titoli privati ed emergenti in atto dall'ottobre 2002 è rallentata agli inizi del 2004 e, nel caso di questi ultimi, ha subito un'inversione verso la fine di aprile.

Gli spread societari si muovono entro margini ristretti

Nei primi cinque mesi di quest'anno i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono mossi entro margini relativamente ristretti; nel comparto del dollaro gli spread sui titoli BBB hanno oscillato tra 120 e 135 punti base (grafico 1.8). Come già osservato in occasione della tornata di vendite di titoli pubblici a metà 2003, il rialzo dei rendimenti a lungo termine in aprile e maggio

Spread creditizi

rispetto ai titoli governativi; in punti base



ha avuto un impatto solo modesto sugli spread delle obbligazioni private. Anzi, per gran parte del mese di aprile i differenziali sui titoli societari "investment grade" e "high yield" sono diminuiti anche in presenza di un aumento dei rendimenti pubblici e del ribasso dei corsi azionari. Essi hanno cominciato a risalire soltanto alla fine di aprile, e un mese dopo entrambi risultavano prossimi ai loro livelli di fine 2003. In effetti, se si escludono i minimi precedentemente toccati nel 2004, gli spread societari erano ancora ai valori più bassi dall'agosto 1998.

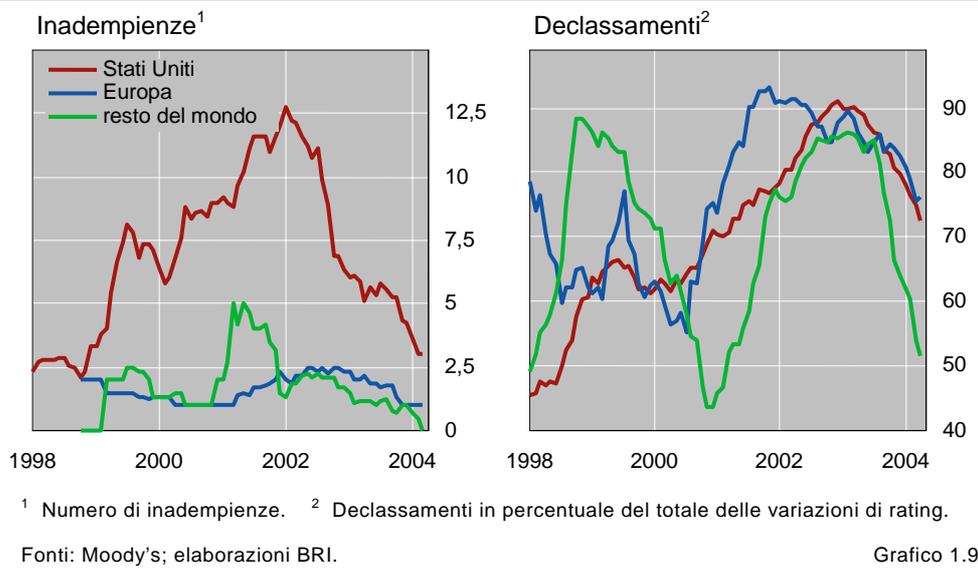
Un calo nella propensione al rischio degli investitori – o più precisamente una minore ricerca di rendimenti – ha esercitato pressioni al rialzo sugli spread creditizi in aprile e maggio. All'aumentare dei rendimenti sui titoli meno rischiosi, gli investitori precedentemente attratti dagli alti tassi offerti sulle obbligazioni societarie ed emergenti si sono riorientati verso i titoli di Stato, disimpegnandosi dalle attività a più alto rischio. Ad esempio, i fondi comuni USA specializzati nell'investimento in titoli ad alto rendimento e di mercati emergenti hanno registrato ingenti deflussi in aprile e soprattutto in maggio.

Al tempo stesso, ad arginare l'aumento degli spread societari sarebbe intervenuta la migliorata qualità del credito. Gli investitori sono sembrati fiduciosi nel fatto che la crescita dell'economia USA, in particolare, avrebbe favorito un ulteriore consolidamento dei bilanci societari, compensando ogni eventuale impatto negativo esercitato da tassi di interesse più alti. La sostenuta dinamica dei profitti societari nel primo trimestre 2004, insieme all'ulteriore calo di inadempienze e declassamenti, ha rafforzato tale fiducia (grafico 1.9). Anche l'esperienza storica rassicurava gli investitori, vista la tendenza degli spread societari a ridursi nelle fasi iniziali dei precedenti cicli di inasprimento monetario.

I miglioramenti della qualità creditizia limitano gli aumenti degli spread societari

Qualità creditizia delle imprese

imprese non finanziarie; media mobile di 12 mesi



Il ritmo moderato delle emissioni di titoli privati agli inizi del 2004 ha ulteriormente contribuito a contenere gli spread. Sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro il totale dei collocamenti di imprese non finanziarie è sceso nei primi quattro mesi di quest'anno di circa il 5% rispetto al corrispondente periodo del 2003, e ciò malgrado i minori costi di indebitamento. L'incremento degli utili ha ridotto il fabbisogno di finanziamento di molte società, mentre quelle con esigenze di raccolta si erano già in gran parte prefinanziate nel 2003. Alcuni prenditori hanno sfruttato il forte rialzo dei corsi azionari dello scorso anno per attingere nuovo capitale di rischio. In marzo General Electric – uno dei più grandi emittenti sul mercato delle obbligazioni societarie in dollari e uno dei pochissimi ad avere il rating massimo AAA – ha emesso nuove azioni per la prima volta dal 1961, raccogliendo \$3,8 miliardi destinati al riscatto di obbligazioni in essere. E verso la fine di aprile Google, società di ricerca su Internet, ha annunciato l'intenzione di mutuare \$2,7 miliardi con un'offerta pubblica iniziale ampiamente pubblicizzata (cfr. riquadro seguente).

Ondata di vendite sui mercati emergenti

Gli spread dei mercati emergenti si discostano da quelli sui titoli privati ad alto rendimento ...

In netto contrasto con le oscillazioni relativamente modeste degli spread societari, nei mesi di aprile e maggio i differenziali dei titoli di mercati emergenti hanno subito un brusco rialzo. L'ondata di vendite di questi strumenti durante il periodo è stata in effetti la più massiccia da metà 2002, quando le incertezze politiche in diverse importanti economie emergenti, unitamente al "repricing" del rischio di credito seguito alla rettifica contabile di WorldCom, avevano causato un'impennata degli spread sui titoli emergenti. A fine maggio 2004 questi erano saliti di 125 punti base rispetto ai minimi di gennaio, annullando i progressi dell'ultimo anno. Ciò nonostante, il loro livello

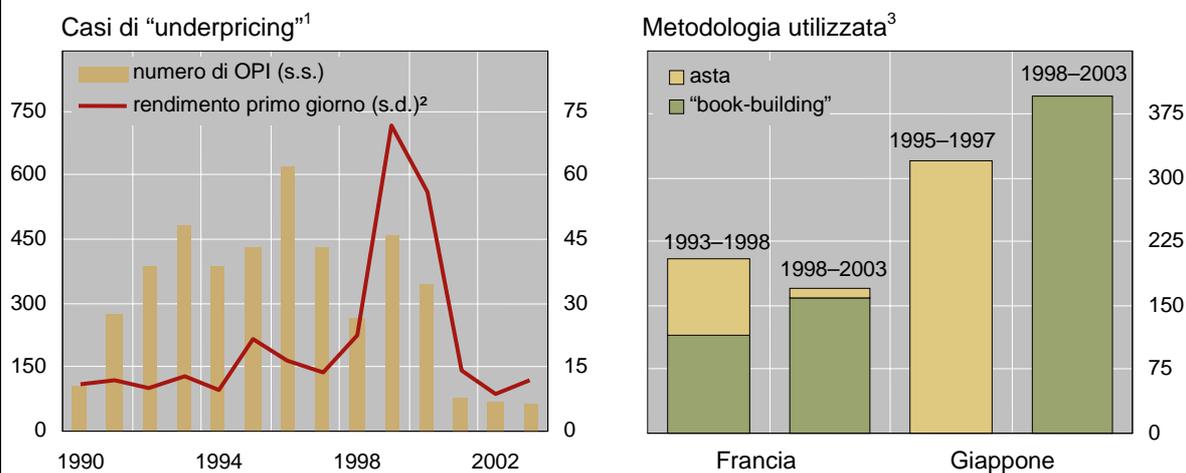
Google e il pricing delle offerte pubbliche iniziali

In aprile l'annuncio del previsto ingresso in borsa di Google, società specializzata nelle funzionalità di ricerca su Internet, ha destato grande interesse nei mercati finanziari. Ciò si spiega in parte con il fatto che si tratta senza dubbio dell'offerta pubblica iniziale (OPI) di gran lunga più importante dopo lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000 e il marcato rallentamento di questo tipo di emissioni che ne è conseguito negli Stati Uniti (cfr. grafico seguente). Anche l'importo pianificato dell'emissione – \$2,7 miliardi – è uno dei più elevati degli ultimi anni. Forse ancor più significativa è però l'intenzione comunicata da Google di determinare il prezzo dell'operazione attraverso un'asta elettronica, allo scopo di pervenire a “un processo equo ... che coinvolga sia i piccoli che i grandi azionisti”. Poiché la procedura di fissazione del prezzo tramite asta non è abituale per le OPI di imprese private, è stato da più parti ipotizzato che l'operazione di Google potrebbe produrre un cambiamento fondamentale nelle modalità di pricing delle OPI di grandi dimensioni.

Il procedimento più comunemente utilizzato nella quotazione in borsa di una società è il cosiddetto “book-building”, spesso criticato per la sua tendenza a sottovalutare il prezzo di emissione delle azioni^①. Secondo tale procedimento, l'intermediario capofila fissa un prezzo di offerta in consultazione con l'emittente, dopo aver raccolto le manifestazioni di interesse degli investitori. È questa la metodologia impiegata quasi sempre negli Stati Uniti, il maggiore mercato di OPI al mondo. Il “book-building” dà spesso luogo a prezzi di collocamento di gran lunga inferiori a quelli osservabili sul mercato il primo giorno di contrattazione, con uno scarto medio di ben il 70% in alcuni anni (cfr. grafico). Di conseguenza, gli ingenti importi che la società e gli investitori iniziali avrebbero potuto raccogliere vengono lasciati “a disposizione” dei destinatari dell'allocazione dell'OPI. In effetti, negli ultimi anni la negoziazione delle commissioni relative all'aggiudicazione di OPI nel quadro di accordi espliciti di ripartizione degli introiti è stata oggetto di numerose inchieste giudiziarie.

I modelli accademici della procedura di “book-building” si fondano spesso sull'ipotesi che le informazioni private riguardanti il valore delle società di prossima quotazione siano caratterizzate da un'ampia dispersione. In tale contesto, la sottovalutazione (“underpricing”) e l'allocazione discrezionale dei titoli possono costituire un mezzo per compensare gli investitori istituzionali

Offerte pubbliche iniziali



¹ Per le OPI negli Stati Uniti, in base ai dati raccolti in J. Ritter, *Some factoids about the 2003 IPO market*, University of Florida, gennaio 2004. ² Media a ponderazione uniforme della differenza, in percentuale, fra il prezzo di chiusura della prima giornata di contrattazione e il prezzo dell'offerta. ³ In base ai dati contenuti in F. Degeorge, F. Derrien e K. Womack, “Quid pro quo in IPOs: why book-building is dominating auctions”, *working paper*, marzo 2004, nonché F. Kerins, K. Kutsuna e R. Smith, “Why are IPOs underpriced? Evidence from Japan hybrid auction-method offerings”, *working paper*, settembre 2003; Japan Securities Dealers Association.

^① In base all'evidenza di più paesi, la cosiddetta modalità di collocamento “a prezzo fisso” (dove il prezzo è determinato prima che vengano raccolte informazioni sulla domanda) dà luogo a una frequenza degli episodi di sottovalutazione persino maggiore di quella del “book-building” (cfr. T. Loughran, J. Ritter e K. Rydqvist, “Initial public offerings: international insights”, *Pacific-Basin Finance Journal*, giugno 1994).

a fronte dell'accurata rivelazione delle informazioni private in loro possesso. Allo stesso tempo, le aste aperte, che conferiscono a tutti gli investitori interessati la possibilità di determinare in via primaria il prezzo dell'offerta e l'allocazione, rappresentano un metodo alternativo di distribuzione e di scoperta del prezzo sperimentato in molti paesi. Le aste costituiscono il principale meccanismo di OPI in Israele e Taiwan, Cina. Inoltre, l'evidenza empirica sembra indicare che gli episodi di sottovalutazione sono significativamente meno frequenti nel caso delle aste che non in quello del "book-building".

Per la vendita delle azioni, Google ricorrerà a un'asta di tipo olandese (a prezzo uniforme), in cui tutti i partecipanti aggiudicatari devono corrispondere il prezzo minimo accolto. L'alternativa più comune è l'asta discriminante, in cui ciascun investitore aggiudicatario è tenuto a corrispondere il prezzo al quale ha formulato l'offerta[®]. Sebbene quest'ultima procedura possa apparire vantaggiosa per la società emittente, l'investitore sa di andare incontro alla "maledizione del vincitore": il fatto che la propria offerta venga accolta equivale probabilmente a pagare un prezzo più elevato rispetto a quello dell'aggiudicatario marginale. Attenuando questo problema, l'asta di tipo olandese induce i partecipanti ad adottare strategie di offerta più aggressive. Di fatto, sia la teoria che gran parte dei riscontri sperimentali indicano che, per una data quantità di azioni, gli emittenti possono raccogliere maggiori fondi attraverso un'asta a prezzo uniforme che non tramite un'asta discriminante.

Nondimeno, i possibili vantaggi derivanti dalle procedure d'asta – olandese o di altro tipo – sembrerebbero smentiti dal fatto che esse vengono tuttora utilizzate solo di rado per le OPI negli Stati Uniti e che hanno perso terreno in vari altri importanti mercati. In Francia, ad esempio, mentre negli anni novanta venivano impiegate in egual misura sia la tecnica di "book-building" sia le aste, queste ultime sono attualmente in calo (cfr. grafico). In Giappone era comunemente in uso alla fine del decennio scorso un sistema ibrido in cui una prima fase di asta svolgeva un ruolo molto importante nella determinazione del prezzo di mercato; tuttavia, esso è stato praticamente abbandonato dopo l'introduzione della procedura di "book-building". Ciò fa ritenere che nella scelta della metodologia di classamento potrebbero prevalere fattori diversi dalla massimizzazione degli introiti per i soggetti proprietari della società al momento dell'OPI.

[®] I requisiti imposti dalla SEC prevedono che tutte le azioni di un'OPI siano vendute allo stesso prezzo, vietando di fatto il ricorso ad aste discriminanti per i collocamenti statunitensi. Google si è riservata il diritto di fissare un prezzo di offerta più basso di quello marginale risultante dall'asta, nel qual caso si procederà a un'assegnazione *pro quota* nei confronti di tutti i partecipanti che abbiano sottoposto un'offerta a un prezzo superiore a quello di collocamento.

– pari a circa 500 punti base – si manteneva ancora ben al disotto della media 1998–2003.

L'ondata di cessioni ha avuto inizio il 14 aprile, quando in particolare gli spread applicati al Brasile hanno segnato un balzo dopo l'ampia contrazione dei corsi azionari USA. Il 10 maggio i differenziali sulle emissioni sovrane in dollari del paese hanno toccato il massimo di 800 punti base – livello quasi doppio rispetto al minimo di gennaio – per scendere poi a circa 700 punti a fine maggio. Anche gli spread sulle obbligazioni turche hanno subito un forte aumento, specie dopo la diffusione del rapporto sull'occupazione USA il 7 maggio. Persino gli emittenti sovrani di qualità bancaria, tra cui Malaysia e Messico, sono stati interessati da un temporaneo ampliamento degli spread sulle loro emissioni internazionali.

Nella recente ondata di vendite l'andamento degli spread sui titoli emergenti si è sorprendentemente discostato da quello sulle obbligazioni private ad alto rendimento. I primi hanno cominciato a salire con due settimane di anticipo rispetto ai differenziali "high-yield", e in misura decisamente maggiore. Nella fase di ascesa dei mercati creditizi entrambi si sono mossi in

stretta sintonia, in parte sospinti dalla ricerca di alti rendimenti. Il loro andamento divergente in occasione della recente tornata di cessioni fa ritenere che sull'aumento degli spread nei mercati emergenti abbiano influito anche altri fattori, oltre all'esaurirsi della corsa degli investitori ai rendimenti.

Uno di questi fattori è l'incertezza circa l'evoluzione economica dei mercati emergenti. Mentre la qualità del credito delle società statunitensi ed europee dovrebbe continuare a migliorare anche in un contesto di tassi di interesse crescenti, molte economie emergenti appaiono vulnerabili a un'ascesa dei tassi. La prospettiva di un rincaro del petrolio e di un rallentamento della crescita in Cina offusca ulteriormente il panorama economico di alcuni mercati emergenti. I paesi con elevati disavanzi di bilancio, come Brasile e Turchia, paiono particolarmente esposti al rischio di un riorientamento dei flussi di capitale verso i mercati maturi a scapito di quelli emergenti. L'elevato volume di emissioni lanciate da mutuatari dell'area emergente nel primo trimestre 2004 ha evidenziato il loro fabbisogno di finanziamento esterno, specie alla luce dei decrescenti collocamenti delle imprese. Numerosi mutuatari dei mercati emergenti sono riusciti a raccogliere fondi a lungo termine a condizioni molto vantaggiose, e quindi a modulare la struttura per scadenze del loro debito (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Un miglioramento duraturo delle condizioni finanziarie sembrerebbe tuttavia presupporre un'accelerazione delle riforme macroeconomiche e strutturali.

Al divergente andamento tra gli spread sui titoli emergenti e quelli sull'alto rendimento ha concorso altresì l'accresciuta presenza sui mercati emergenti di hedge fund e altri investitori ad alto grado di leva. La raccolta di fondi a breve da investire in obbligazioni a rendimento più elevato è stata una strategia diffusa tra questi investitori durante l'ascesa dei mercati del credito. In operazioni di questo tipo il fattore liquidità gioca un ruolo importante a causa dell'eventualità che tali posizioni debbano essere rapidamente smobilizzate in caso di rialzo dei tassi di interesse o di ridimensionamento delle linee creditizie. Le obbligazioni dei mercati emergenti risultano aver avuto particolare successo come forma di investimento proprio in virtù della maggiore liquidità che offrono rispetto ai titoli privati con rating analogo. Per esempio, il taglio medio delle emissioni comprese nell'indice EMBI Global di JPMorgan Chase supera \$1,5 miliardi, rispetto a meno di \$300 milioni per le obbligazioni comprese nell'US High-Yield Master di Merrill Lynch. Inoltre, i "credit default swap" su obbligazioni sovrane di mercati emergenti sono fra i contratti più intensamente trattati. Di conseguenza, la liquidazione di "carry trade" in vista di un possibile rialzo dei tassi ufficiali USA ha avuto un impatto maggiore sul debito dei mercati emergenti che non su quello delle imprese.

... a causa delle incerte prospettive di crescita nell'area emergente ...

... e della liquidazione di "carry trade"