

1. Quadro generale degli sviluppi: le prospettive di inflazione gravano sugli investitori

Un deterioramento delle prospettive di inflazione ha gravato sugli investitori di tutto il mondo in settembre e in ottobre. Le pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, derivanti in parte dagli alti corsi energetici, hanno indotto i banchieri centrali di Stati Uniti e area dell'euro a segnalare l'eventualità di un inasprimento della politica monetaria per contenere le aspettative inflazionistiche. Di conseguenza, gli investitori hanno corretto verso l'alto le loro previsioni circa l'evoluzione dei tassi ufficiali. Nei principali mercati ciò ha determinato un aumento dei rendimenti obbligazionari, che nel segmento a lunga sono comunque rimasti su livelli modesti rispetto ai massimi del 2004.

Agli inizi di ottobre le prospettive di un'accelerazione della stretta monetaria hanno contribuito a un netto calo dei listini azionari. Tuttavia, questi sono tornati a crescere in novembre, sospinti sia dai perduranti segnali di crescita vigorosa negli Stati Uniti sia da annunci di fusioni, riacquisti di azioni proprie e aumenti dei dividendi. In Giappone la performance dei mercati azionari ha superato quella di gran parte delle altre piazze; l'incipiente ripresa della domanda interna ha accresciuto le possibilità di una conclusione della pluriennale fase deflazionistica.

Gli spread sui titoli di mercati emergenti hanno seguito la dinamica delle borse valori, mentre quelli societari sono sembrati discostarsene. A differenza dei mercati delle azioni e del debito emergente, quelli delle obbligazioni private non si sono mai pienamente ripresi dalle conseguenze delle massicce vendite verificatesi qualche mese prima. E in novembre i differenziali si sono ampliati persino durante l'ascesa delle quotazioni azionarie. Tale divergenza è ampiamente riconducibile ai timori circa il potenziale impatto delle crescenti iniziative in favore degli azionisti sulla qualità creditizia delle imprese.

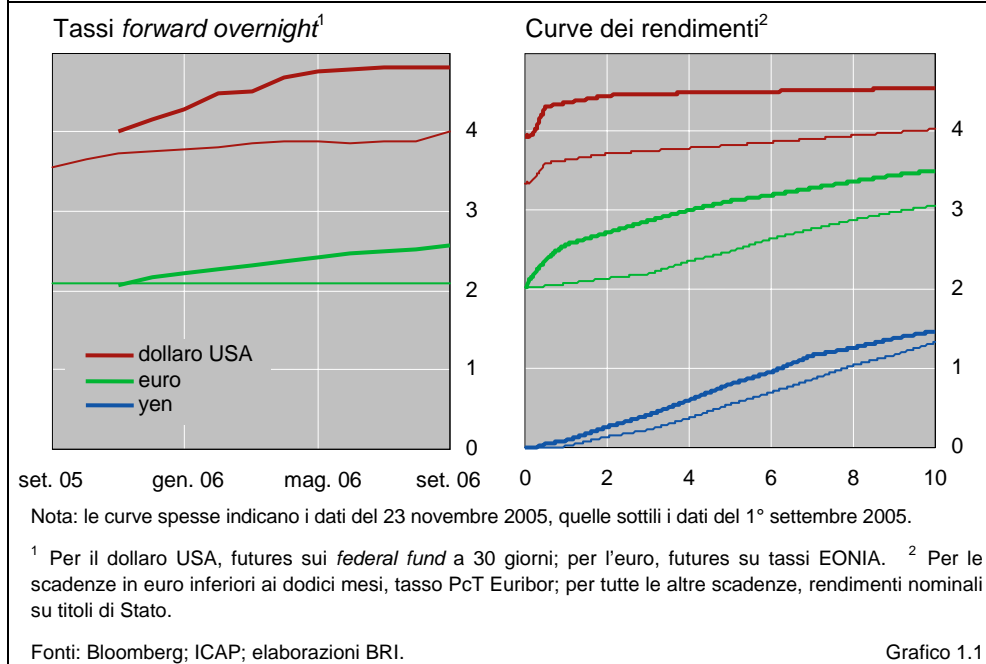
Gli investitori rivedono al rialzo le aspettative sui tassi ufficiali

Nei mesi di settembre e ottobre i tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti costantemente in molti mercati. Fra il 1° settembre e il 23 novembre i rendimenti sui titoli di Stato decennali hanno guadagnato circa 45 punti base negli Stati Uniti e in Germania, e 15 punti in Giappone (grafico 1.1). L'aumento ha fatto seguito al calo di agosto, che su alcune piazze aveva portato i tassi a lunga in prossimità del loro minimo ciclico (grafico 1.2).

I rendimenti a lungo termine aumentano costantemente ...

Struttura a termine dei tassi di interesse

In percentuale



In novembre i rendimenti hanno subito una lieve flessione, e alla fine del mese non era ancora chiaro se il recente aumento si sarebbe rivelato altrettanto effimero quanto quelli precedenti. Dal giugno 2004, da quando cioè ha avuto inizio il ciclo di inasprimento monetario negli Stati Uniti, ogni aumento dei rendimenti a lunga è stato in genere rapidamente seguito da un calo di pari entità, se non addirittura maggiore. I rendimenti in dollari USA sono quasi usciti dalla fascia di oscillazione entro cui si erano mossi nell'ultimo anno; il 4 novembre sono saliti fino a sfiorare il 4,7% – un livello inferiore di soli 20 punti base al picco del giugno 2004 –, per poi tornare a calare. Quelli sul Bund, al contrario, sono rimasti persino al disotto dei valori di inizio d'anno. Ai primi di novembre i tassi sui titoli di Stato giapponesi hanno superato per un breve periodo l'1,6%, il livello massimo dal settembre 2004.

Fra settembre e ottobre i rendimenti a due anni sono cresciuti quasi quanto quelli a più lungo termine (grafico 1.1). Ciò lascia presumere che l'innalzamento dei rendimenti a lunga tragga principalmente origine dalle correzioni al rialzo dei tassi ufficiali a breve. Se agli inizi di settembre gli investitori si attendevano che la Federal Reserve USA mantenesse fermo al 4% il tasso sui *federal fund*, a novembre essi sono passati a scontare un aumento di almeno 0,75 punti percentuali entro la metà del prossimo anno. Nell'area dell'euro era prevista un'invarianza dei tassi per il 2006, ma in novembre le aspettative si sono orientate verso un incremento di 50 punti base già nei primi sei mesi dell'anno. In Giappone gli operatori hanno ritenuto altamente probabile la conclusione della politica del tasso zero nell'ultima parte del 2006.

Al mutare delle attese circa i tassi ufficiali ha contribuito una serie di sorprese macroeconomiche positive. Specie in Giappone, l'attenzione degli investitori si è focalizzata sui crescenti segnali di una ripresa della domanda

... grazie alle attese di un aumento dei tassi ufficiali

Domanda interna più vigorosa in Giappone

interna; caso unico fra le principali economie, le previsioni degli analisti sull'espansione economica del paese sono state sensibilmente corrette verso l'alto nel terzo trimestre (grafico 1.3), esercitando pressioni al rialzo sui rendimenti pubblici.

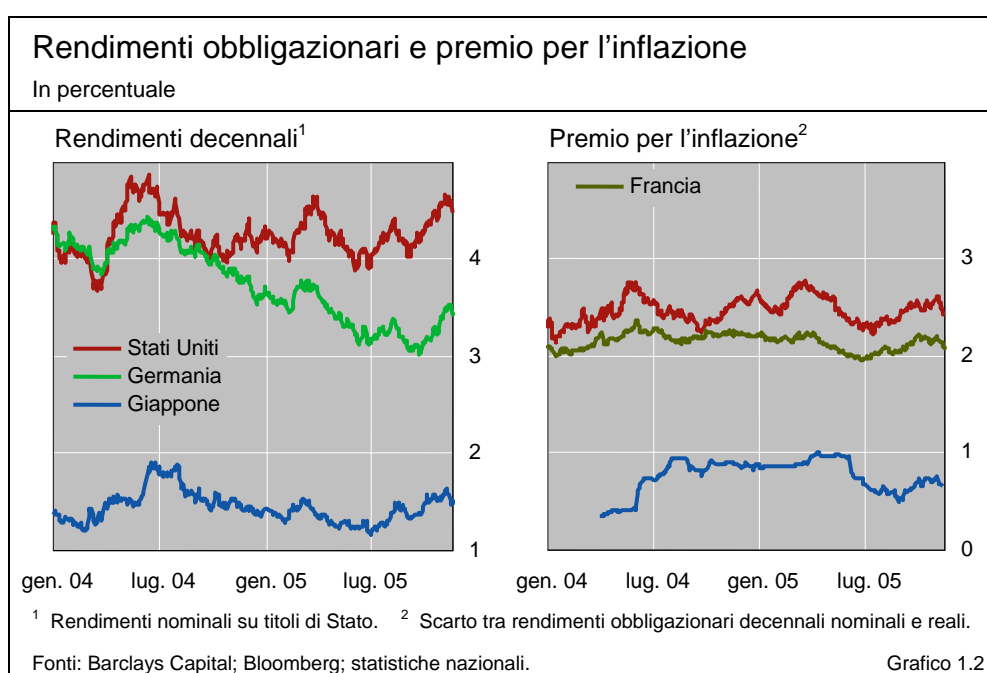
Le prospettive economiche sono migliorate anche nell'area dell'euro. In settembre e in ottobre, ad esempio, le indagini IFO e ZEW sul clima di fiducia delle imprese tedesche hanno oltrepassato ogni previsione. Di conseguenza, l'importanza degli annunci macroeconomici statunitensi quali determinanti dei rendimenti in euro è diminuita rispetto a quanto osservato talora in passato. Grazie alle più favorevoli prospettive i rendimenti in euro sono rimasti immutati fra il 4 e il 23 novembre, mentre quelli a lungo termine in dollari hanno perso nello stesso periodo circa 20 punti base.

Impatto limitato degli uragani

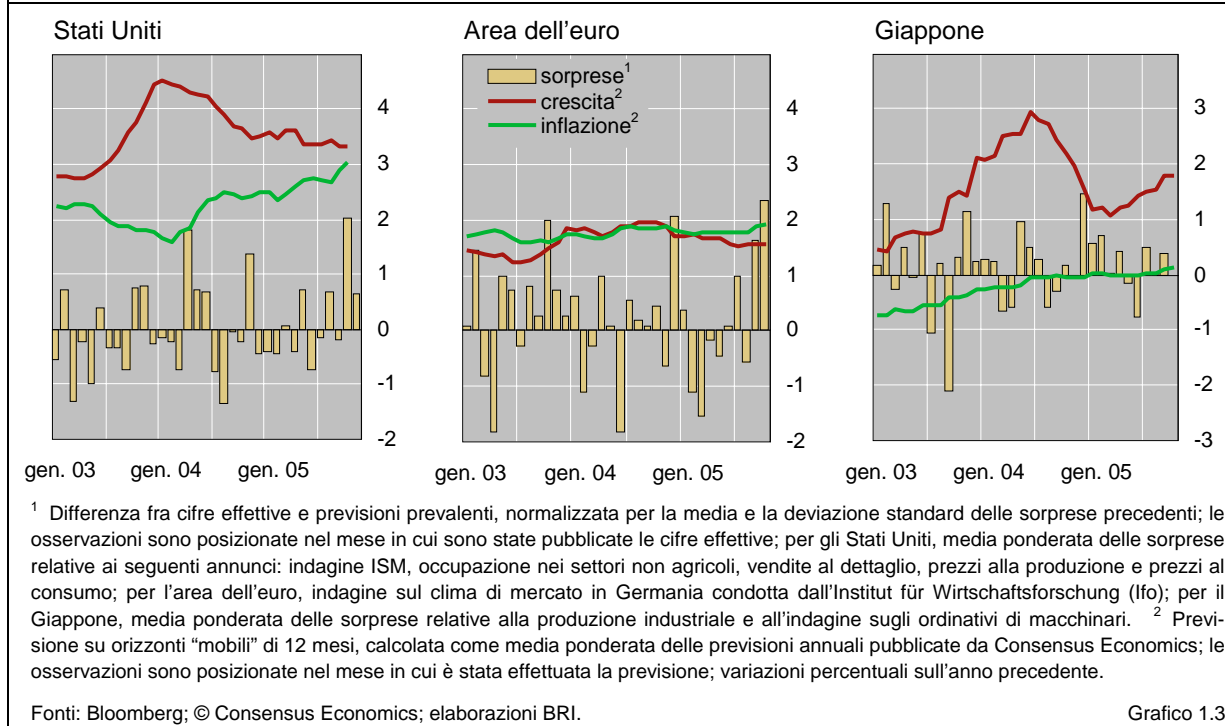
Negli Stati Uniti l'impatto degli uragani sulla crescita economica è stato minore del previsto. Le aspettative di un'interruzione della stretta monetaria innescate dall'arrivo dell'uragano Katrina a fine agosto si sono gradualmente ridimensionate in settembre. Sul finire di questo mese l'uragano Rita ha causato danni inferiori a quanto inizialmente temuto. Il 7 ottobre il rapporto sull'occupazione nei settori non agricoli ha evidenziato risultati di gran lunga superiori alle attese, confermando la buona tenuta dell'economia. Nondimeno, la reazione dei mercati obbligazionari è stata sottotono: i rendimenti in dollari USA sono anzi lievemente diminuiti quel giorno, sebbene la "sorpresa" superasse i 100 000 posti di lavoro. Ciò indica che gli investitori obbligazionari hanno attribuito alle condizioni sul mercato del lavoro un'importanza minore rispetto a precedenti fasi della ripresa.

Destano preoccupazione le pressioni inflazionistiche

Per converso, ad attirare l'attenzione degli investitori è stata soprattutto l'eventualità che fossero i rincari dell'energia ad accentuare le spinte inflazionistiche. Seppure al disotto dei valori record raggiunti a fine agosto durante l'imperversare dell'uragano Katrina, in settembre i prezzi del greggio superavano ancora di circa il 30% i livelli di un anno prima, e i prodotti



Annunci macroeconomici



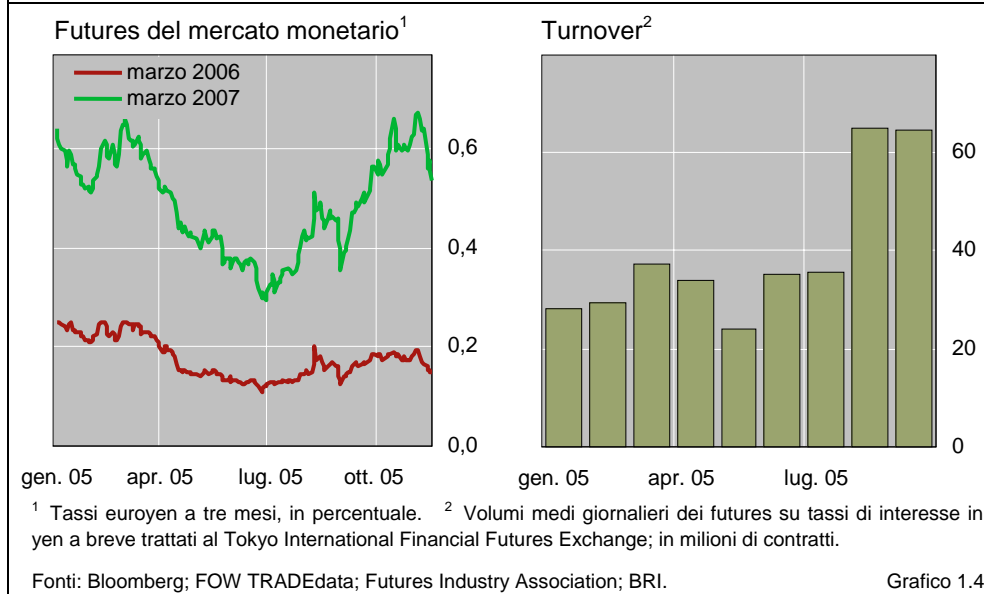
raffinati sono cresciuti in misura persino maggiore. I più alti corsi energetici hanno sospinto le attese inflazionistiche: specie negli Stati Uniti, le previsioni degli analisti per l'inflazione a breve termine sono sensibilmente aumentate fra settembre e ottobre (grafico 1.3). Sull'orizzonte a più lungo termine sono parimenti cresciute le aspettative sul costo della vita delle famiglie, così come le stime del premio per l'inflazione desunte dai rendimenti obbligazionari nominali e reali (grafico 1.2).

Esponenti di banche centrali, in particolare negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, hanno prontamente segnalato il rischio di un possibile ulteriore inasprimento della politica monetaria per contenere le aspettative di inflazione, e ciò ha esercitato ulteriori spinte al rialzo sui rendimenti. Ad esempio, il monito lanciato dal Consiglio direttivo della BCE il 13 ottobre in occasione della pubblicazione del Bollettino mensile, secondo cui le pressioni inflazionistiche giustificavano la necessità di un atteggiamento "molto vigile", ha concorso a un pronunciato innalzamento dei rendimenti sul Bund.

In Giappone il consolidarsi delle aspettative di un aumento dei prezzi nel prossimo anno ha richiamato ulteriormente l'attenzione sui tempi e sulle modalità con cui la banca centrale potrebbe uscire dall'attuale indirizzo non convenzionale di politica monetaria. Di fatto, a partire da agosto gli scambi di futures a breve in yen sono aumentati marcatamente con l'acuirsi delle incertezze sulla futura dinamica dei tassi ufficiali (grafico 1.4). Le dichiarazioni di esponenti della Bank of Japan in settembre e ottobre hanno contribuito a orientare le aspettative, sicché i tassi del mercato monetario sono rimasti invariati nonostante l'incremento dei rendimenti obbligazionari. Tali dichiarazioni

Il mutamento nella politica della Bank of Japan non è ritenuto imminente

Mercati monetari giapponesi



sono state interpretate come indicative del fatto che la politica del tasso zero non sarebbe stata abbandonata almeno fino al prossimo esercizio finanziario: tra gli inizi di settembre e metà ottobre il rendimento implicito nei futures sullo yen a tre mesi con scadenza fine marzo 2007 è salito di circa 25 punti base, mentre quello con scadenza marzo 2006 – termine dell’attuale esercizio finanziario – è variato in misura trascurabile.

Mercati azionari indifferenti agli aumenti dei tassi

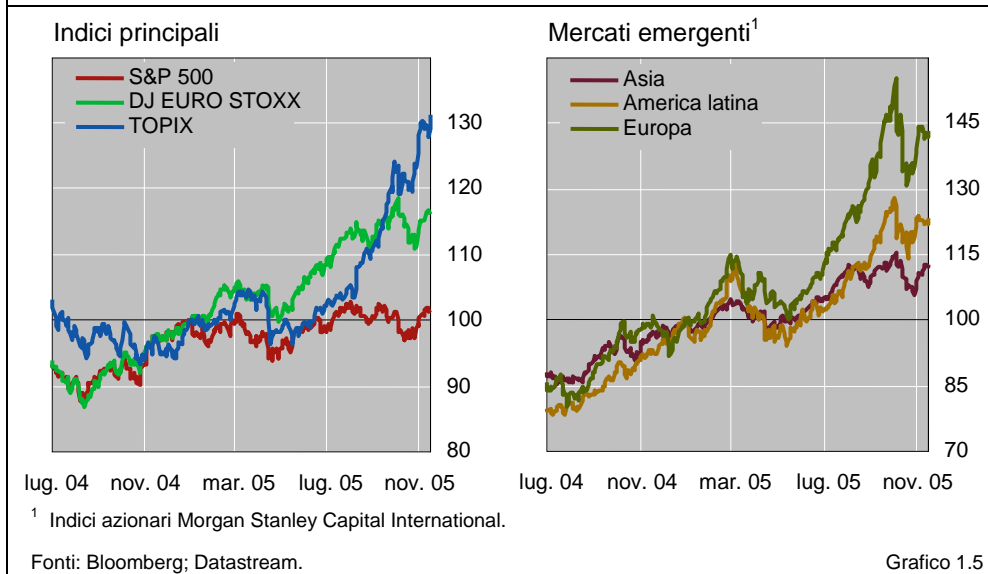
In un primo tempo i mercati azionari sono sembrati non risentire granché della prospettiva di un rialzo dei tassi ufficiali. Con la rilevante eccezione degli Stati Uniti, in settembre molti mercati hanno raggiunto picchi non più osservati da diversi anni (grafico 1.5). Dopo una fase di esitazione in ottobre, dovuta in parte ai timori di un inasprimento monetario, in novembre le borse hanno recuperato fino a toccare livelli prossimi – o, nel caso del Giappone, molto superiori – ai massimi di settembre. Alla chiusura del 18 novembre il TOPIX e l’S&P 500 si collocavano ai valori più alti mai registrati, rispettivamente, da metà 2000 e da metà 2001.

Nel mese di settembre le correzioni al rialzo delle previsioni sugli utili, unitamente alle indicazioni di una robusta crescita economica, paiono aver sospinto ulteriormente i mercati (grafico 1.6). Nella prima quindicina di ottobre, tuttavia, l’euforia ha ceduto il passo all’inquietudine, e i mercati azionari di tutto il mondo hanno subito notevoli perdite. A innescare un’ondata di vendite è stato l’intervento tenuto il 4 ottobre dal Presidente della Federal Reserve Bank di Dallas, che ha rilevato come l’inflazione si stesse approssimando al limite superiore della zona di tolleranza della Fed. L’osservazione non ha prodotto effetti di rilievo sui mercati obbligazionari – che già in settembre avevano scontato la possibilità di una stretta monetaria ben più incisiva del previsto

Timori per l’atteso inasprimento della Federal Reserve

Prezzi azionari

In valuta locale; 31 dicembre 2004 = 100



per contenere l'inflazione –, ma ha invece contribuito a un calo dell'1% dell'S&P 500 in quella giornata. Il 5 ottobre i mercati asiatici ed europei hanno parimenti aperto in netta flessione.

Nelle settimane successive i mercati azionari hanno mostrato un andamento insolitamente erratico. In ottobre la volatilità implicita è salita su talune piazze ai livelli massimi dell'ultimo anno (grafico 1.7). Ciò è stato in parte il frutto di un calo della propensione al rischio degli investitori. Stando ai prezzi delle opzioni sugli indici azionari S&P 500, DAX 30 e FTSE 100, e alla loro correlazione con la volatilità effettiva, la componente comune della tolleranza al rischio nei mercati statunitense, tedesco e britannico ha toccato in ottobre i valori più bassi dell'anno.

L'incremento della volatilità implicita ha altresì rispecchiato le crescenti incertezze riguardo alle prospettive economiche. In molti mercati i listini hanno subito forti oscillazioni in ottobre; basti dire che cinque delle 10 maggiori variazioni di prezzo dell'S&P 500 nel 2005 sono state registrate in quel solo mese. In alcuni casi le oscillazioni hanno tratto origine dalla diffusione di indicatori macroeconomici, quali l'indagine ISM sull'attività dei settori non manifatturieri USA pubblicata il 5 ottobre, che evidenziava risultati inferiori alle attese. In altri sono stati gli annunci sugli utili a prevalere, laddove le imprese hanno segnalato profitti generalmente migliori del previsto. In altri casi ancora l'attenzione dei mercati è sembrata appuntarsi sugli sviluppi politici, fra cui la nomina del nuovo Presidente della Federal Reserve, resa nota il 24 ottobre.

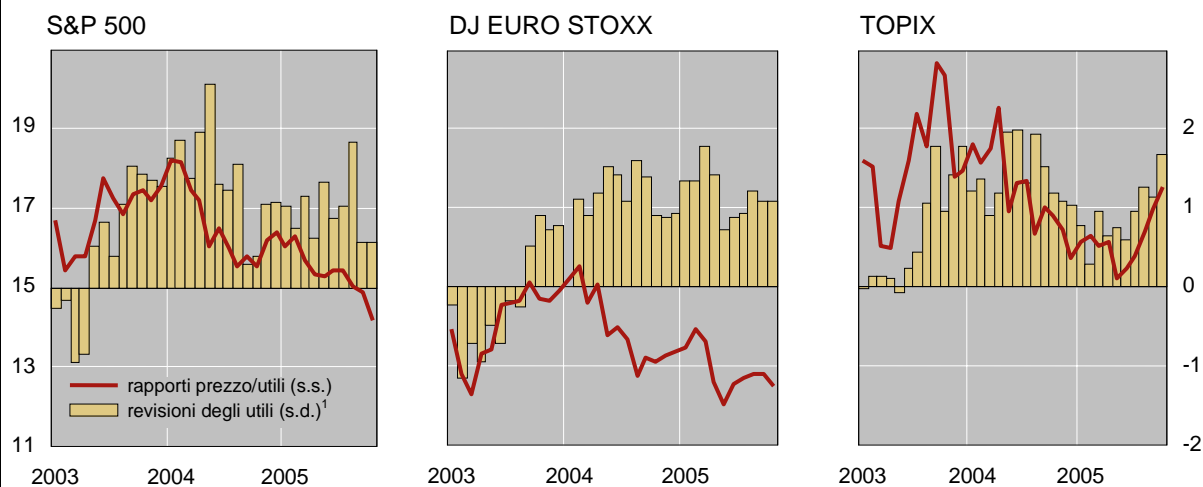
I crescenti segnali di una perdurante, robusta espansione negli Stati Uniti hanno infine contribuito a rasserenare gli investitori. Il 28 ottobre l'annuncio sulla crescita del PIL statunitense nel terzo trimestre si è rivelato migliore del previsto, facendo innalzare l'S&P 500 dell'1,7%. Il giorno (lavorativo) seguente i mercati dell'area dell'euro hanno guadagnato il 2,2%, il maggior progresso giornaliero dell'anno. La fase ascendente è proseguita in novembre, grazie

Una volatilità insolitamente elevata ...

... rispecchia le incertezze sulle prospettive economiche

Aspettative sugli utili e valutazioni azionarie

In base agli utili prospettici a 12 mesi



¹ Indice di diffusione delle revisioni mensili degli utili prospettici unitari a 12 mesi, calcolato come somma tra la percentuale delle società per le quali gli analisti hanno corretto al rialzo le loro previsioni e la metà della percentuale di società per le quali gli analisti hanno lasciato invariate le loro previsioni; per tener conto della sovrastima sistematica dei profitti da parte degli analisti, da ogni osservazione mensile è stata sottratta la media dell'indice di diffusione per il periodo 2000-02 (S&P 500 = 43,8; DJ EURO STOXX = 40,8; TOPIX = 45,9).

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

Grafico 1.6

agli annunci di aumenti dei dividendi e riacquisti di azioni proprie, nonché dalla crescita delle operazioni di F&A (cfr. infra). A metà novembre i mercati azionari di Stati Uniti e area dell'euro avevano recuperato gran parte delle perdite subite agli inizi di ottobre.

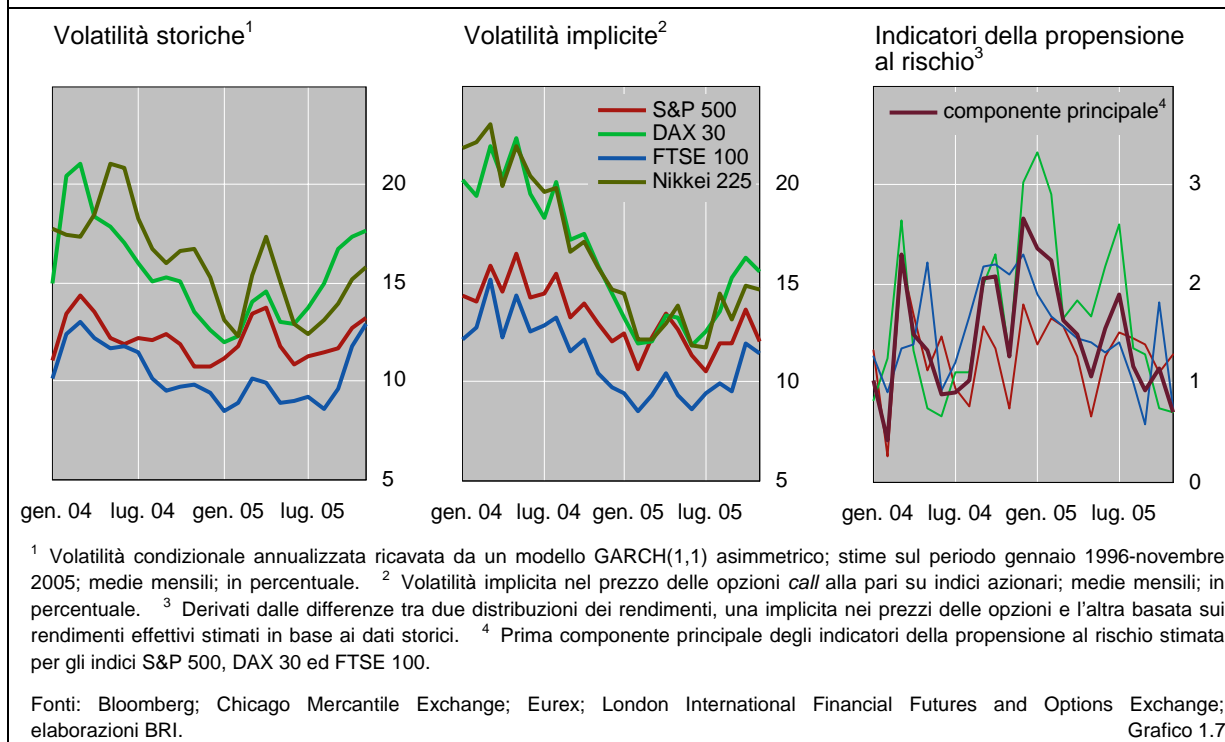
Alla migliore performance dei mercati giapponesi ...

La performance delle borse giapponesi è stata assai superiore a quella di gran parte degli altri mercati: fra il 1° settembre e il 18 novembre il TOPIX ha guadagnato il 20%, contro aumenti rispettivamente del 2 e 4% appena per l'S&P 500 e il DJ EURO STOXX. Così come avvenuto sui mercati obbligazionari, gli investitori azionari in Giappone si sono focalizzati sul costante miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Il massimo incremento giornaliero del TOPIX, pari al 2,5%, è intervenuto l'11 ottobre, grazie in parte alla positiva sorpresa suscitata dal rapporto sugli ordinativi di macchinari. Anche gli sviluppi politici hanno attirato grande attenzione. I vastissimi consensi riscossi dal primo ministro alle elezioni parlamentari dell'11 settembre sono stati percepiti come un sostegno alla prosecuzione delle riforme economiche. A influenzare favorevolmente gli investitori sono stati anche gli annunci sui profitti societari. Dagli inizi del 2005 gli analisti hanno corretto verso l'alto le previsioni sugli utili di un sempre maggior numero di imprese giapponesi (grafico 1.6). Ciò contrasta nettamente con quanto osservato negli Stati Uniti, dove in settembre e in ottobre il numero delle società interessate da revisioni al rialzo è diminuito rispetto alla prima metà del 2005.

... contribuiscono gli investitori esteri ...

In Giappone l'aumento degli utili prospettici è stato surclassato da quello delle quotazioni azionarie. Di conseguenza, i rapporti prezzo/utili hanno raggiunto i livelli più elevati da metà 2004. Se nel 2005 le valutazioni dei mercati azionari di Stati Uniti e area dell'euro hanno seguito una tendenza

Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



discendente, quelle giapponesi si sono mosse al rialzo. L'esuberanza degli investitori esteri ha contribuito a questa crescita, dal momento che per buona parte dell'anno il Giappone è stato la destinazione preferita degli investimenti azionari mondiali.

In netto contrasto con quanto avvenuto durante le fasi rialziste del mercato azionario nipponico negli ultimi sei anni, l'ascesa del 2005 ha coinciso con un generalizzato calo dello yen, che nei confronti del dollaro si è deprezzato fino a scendere in novembre ai minimi degli ultimi due anni. La flessione è dovuta in parte a una brusca accelerazione degli investimenti esteri di portafoglio da parte di operatori giapponesi, i quali – secondo taluni osservatori – avrebbero mostrato una minore avversione al rischio di cambio rispetto al passato. Un altro possibile motivo della debolezza dello yen è il ritmo dell'atteso inasprimento monetario in Giappone, molto meno pronunciato rispetto ad altri mercati sviluppati, come ricordato in precedenza. Non sono inoltre mancate indicazioni empiriche secondo cui alla debolezza della moneta nipponica potrebbe aver contribuito l'impennata delle operazioni di *carry trade* messe in atto da fondi speculativi, laddove gli investitori hanno finanziato posizioni lunghe in dollari mediante posizioni corte in valute a basso tasso di interesse, soprattutto yen.

... ma lo yen perde terreno

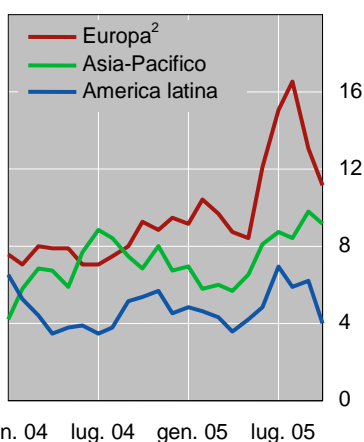
I mercati emergenti danno prova di sorprendente tenuta

Le revisioni al rialzo nella dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno avuto un impatto inaspettatamente modesto sui prezzi delle attività di mercati emergenti. Negli ultimi anni tali prezzi sono stati sospinti anche dalla propensione degli

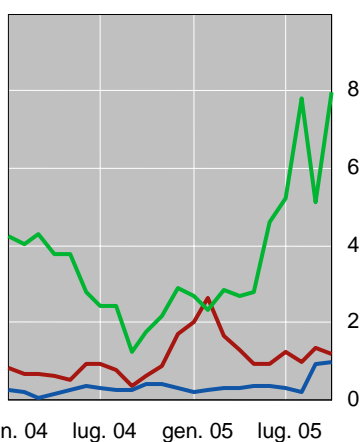
Flussi di portafoglio ai mercati emergenti

In miliardi di dollari USA

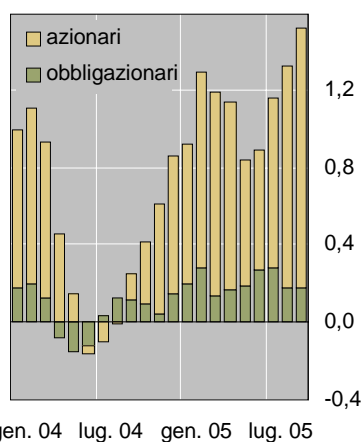
Titoli di debito¹



Titoli azionari³



Fondi comuni⁴



¹ Emissioni annunciate di obbligazioni e *note* internazionali, più sottoscrizioni di prestiti consorziali; media mobile di tre mesi. ² Comprende Africa e Medio Oriente. ³ Emissioni annunciate di titoli azionari negoziati su scala internazionale; media mobile di tre mesi. ⁴ Nuove risorse nette affluite a fondi comuni specializzati in economie emergenti registrati negli Stati Uniti; comprende le permutate nette.

Fonti: Bloomberg; Dealogic Bondware; Dealogic Loanware; Investment Company Institute; elaborazioni BRI.

Grafico 1.8

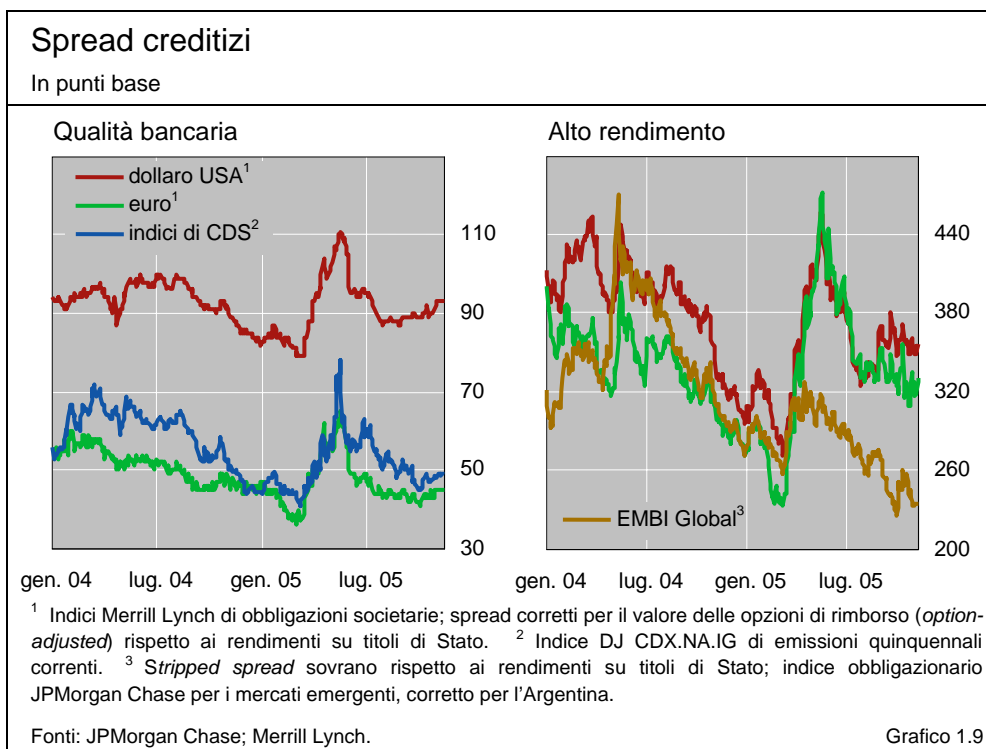
investitori ad assumere rischi aggiuntivi nel tentativo di mantenere i rendimenti nominali che potevano conseguire allorché i tassi di interesse erano più elevati. Questa propensione sarebbe rimasta immutata malgrado il significativo incremento dei tassi di interesse USA a breve e a lungo termine in settembre e in ottobre.

Nel terzo trimestre 2005 gli investimenti esteri di portafoglio affluiti all'area emergente hanno sfiorato un ammontare record (grafico 1.8), contribuendo a innalzare molte quotazioni azionarie ai massimi degli ultimi anni e ad abbassare gli spread sulle obbligazioni sovrane ai minimi storici. Tra fine giugno e fine settembre le borse valori dei paesi emergenti hanno guadagnato il 12% in termini di valuta locale e l'EMBI Global (esclusa l'Argentina) è diminuito di 60 punti base, a 229 punti (grafico 1.9).

In ottobre i mercati emergenti hanno registrato una brusca contrazione, ma l'ondata di vendite si è rivelata modesta rispetto ai cali già osservati in precedenza durante l'anno o ad aprile e maggio 2004. Fra il 4 e il 28 ottobre i mercati azionari dell'Europa orientale hanno perso il 13% in termini di valuta locale e quelli asiatici il 9% (grafico 1.5). I prezzi delle obbligazioni sovrane internazionali sono parimenti diminuiti in questo periodo, e l'EMBI Global si è ampliato di 30 punti base (grafico 1.9). Molte valute emergenti, soprattutto quelle a più alto rendimento quali il real brasiliano e il rand sudafricano, si sono inoltre deprezzate nei confronti del dollaro USA. Tuttavia, al venir meno dei timori di un rallentamento della crescita statunitense, i mercati emergenti hanno recuperato notevolmente dai minimi di fine ottobre, al punto che negli ultimi giorni di novembre i prezzi azionari e obbligazionari erano tornati sui livelli massimi registrati due mesi prima.

Gli afflussi verso i mercati emergenti sfiorano il primato

Vendite tutto sommato contenute in ottobre



Durante la fase di vendite in ottobre gli investitori sono sembrati prestare scarsa attenzione alle buone condizioni sui mercati locali. Nella gran parte dei paesi emergenti le grandezze fondamentali non suscitavano preoccupazioni; al contrario, gli innalzamenti del merito di credito di mutuatari dell'area hanno continuato a superare i declassamenti. Fra i paesi che hanno beneficiato di un avanzamento in ottobre figurano Brasile e Russia, promossi rispettivamente a Ba3 e a Baa2 da Moody's. Una ragione per cui le favorevoli prospettive non sono riuscite ad attenuare l'ondata di vendite risiede forse nel fatto che le valutazioni dei mercati emergenti apparivano elevate anche prescindendo dall'impatto dei più alti tassi di interesse sulla crescita mondiale.

Nonostante la più debole domanda di attività dell'area emergente in ottobre, la nuova raccolta sui mercati delle obbligazioni e dei prestiti internazionali è rimasta ben al di sopra dei livelli dello scorso anno (grafico 1.8). È vero che alcuni mutuatari, specie latinoamericani, hanno ridimensionato o rinviato emissioni obbligazionarie programmate, ma le condizioni di finanziamento sono rimaste perlopiù favorevoli anche quando la fase di vendite ha raggiunto il culmine. In effetti, a fine ottobre il Vietnam è riuscito a collocare la sua prima emissione obbligazionaria internazionale a uno spread inferiore e per un ammontare superiore a quanto originariamente annunciato.

I residenti dell'area emergente hanno continuato a emettere a ritmi senza precedenti anche sui mercati azionari internazionali. Particolarmente attive in questo ambito sono state le imprese cinesi, che nei primi dieci mesi del 2005 hanno raccolto oltre \$20 miliardi, un importo pressoché equivalente alla raccolta complessiva di tutti gli altri emittenti dell'area emergente. In ottobre China Construction Bank è stata la prima delle quattro maggiori banche del paese a essere quotata all'estero. La sua offerta pubblica iniziale, pari a \$8 miliardi, è stata la più ingente mai effettuata da una banca e la massima in

Favorevoli condizioni di finanziamento

Particolarmente attivi gli emittenti societari cinesi

assoluto a livello mondiale dal 2001. Sulla scia di quanto effettuato da altri mercati emergenti, la Cina sta gradualmente aprendo il suo sistema bancario alla libera concorrenza internazionale e agli investimenti esteri.

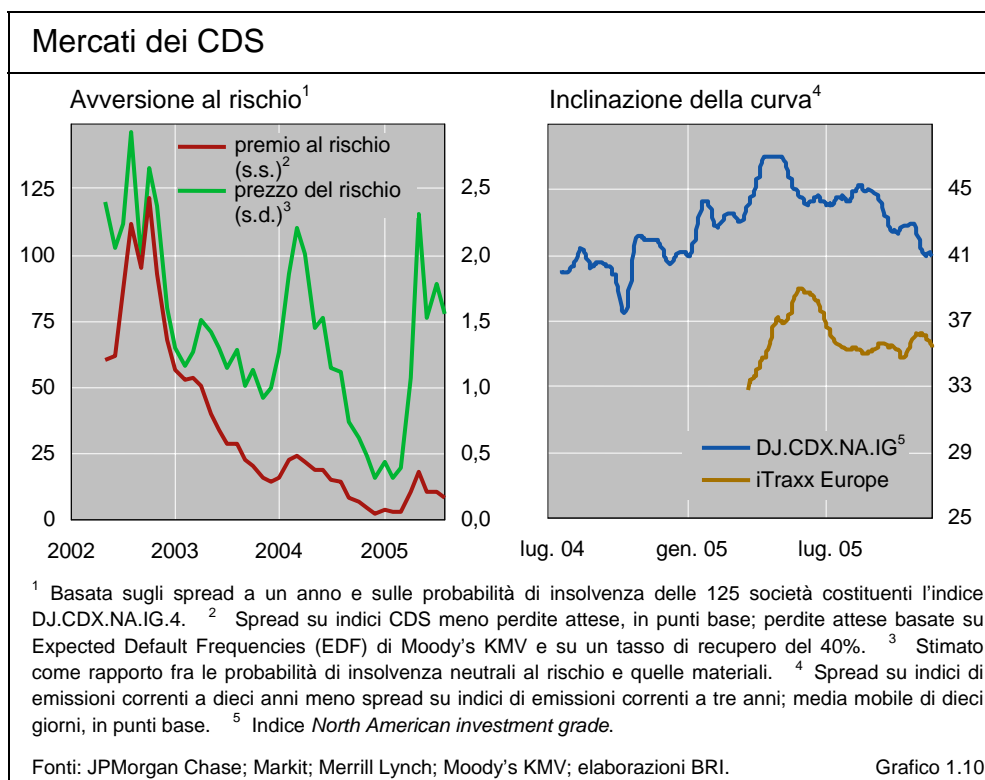
I mercati creditizi si discostano dall'andamento generale

I mercati del debito societario sono sembrati divergere dalla dinamica degli altri comparti. Dopo aver seguito la tendenza al rialzo dei prezzi azionari nel 2003-04, gli spread obbligazionari privati sono sembrati discostarsene in questi ultimi mesi. Persino di fronte all'aumento dei rendimenti a lungo termine e ai ribassi delle quotazioni azionarie gli spread su CDS e titoli societari sono rimasti sostanzialmente invariati in ottobre (grafico 1.9), per tornare ad ampliarsi in novembre, nonostante la ripresa dei mercati azionari.

Anche i mercati dei titoli di debito hanno risentito dei mutamenti del clima di fiducia. Gli spread societari avevano già cominciato a muoversi verso l'alto in agosto, varie settimane prima che i prezzi di altre attività iniziassero a calare. In effetti, a differenza dei mercati azionari e di quelli del debito emergente, che in settembre avevano segnato nuovi record, i mercati delle obbligazioni societarie non avevano pienamente riassorbito le perdite registrate in precedenza nel 2005. Nel mercato del dollaro USA i differenziali sulle obbligazioni private di qualità bancaria si situavano a fine luglio a 87 punti base, 10 punti in più rispetto al minimo di metà marzo. Essi si sono poi ampliati di circa 5 punti base nei quattro mesi successivi.

I movimenti asincroni di listini azionari e spread creditizi, nonché il mancato recupero dei mercati delle obbligazioni private dalle perdite subite in

Gli spread societari
muovono verso
l'alto ...



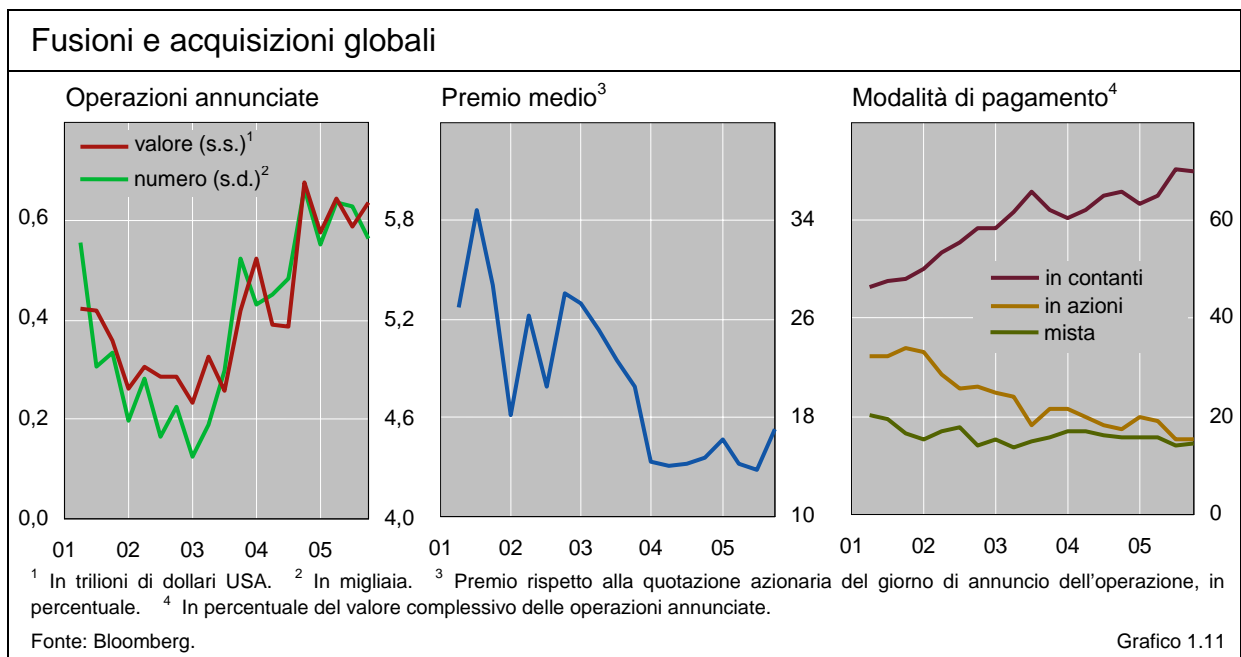
precedenza, rispecchiano in larga misura una più spiccata sensibilità degli investitori al rischio di evento sui mercati creditizi dopo gli sviluppi intervenuti in corso d'anno, fra cui il declassamento di General Motors. Sebbene il forte aumento della domanda di *collateralised debt obligation* (CDO) nel secondo semestre 2005 indichi che la propensione al rischio è rimasta alta, questa è comunque calata rispetto all'ultima parte del 2004 e agli inizi del 2005. Il diagramma di sinistra del grafico 1.10 riporta il premio richiesto dagli investitori a fronte del rischio di insolvenza. Stando a questa misura, la propensione al rischio non si sarebbe mai ripresa completamente dalle turbolenze verificatesi sui mercati creditizi fra marzo e maggio 2005.

... mentre la propensione al rischio resta contenuta

A quanto pare, il crescente numero di società che annunciano iniziative in favore degli azionisti è servito da costante monito circa i rischi di perdita insiti negli strumenti debitori. Le imprese guardano sempre più spesso alle incorporazioni come a un mezzo per mantenere il tasso di crescita degli utili. Le operazioni di F&A annunciate fra gennaio e ottobre 2005 superano di circa il 35% quelle del corrispondente periodo del 2004 (grafico 1.11). Non necessariamente le acquisizioni ledono gli interessi dei creditori. Questi ultimi possono anzi trarre un qualche conforto dal fatto che le F&A annunciate quest'anno sono state in ampia misura finanziate in contanti; storicamente, infatti, operazioni di questo tipo tendono a impartire agli utili una spinta maggiore rispetto a quelle finanziate con emissioni azionarie. Inoltre, il premio corrisposto sulle azioni dell'impresa acquisita resta ben al disotto di quello versato dalle società nel 2000, epoca dell'ultima importante ondata di fusioni.

Più preoccupanti per i creditori sono le modifiche alla struttura patrimoniale delle società. Nei primi tre trimestri del 2005 i finanziamenti per operazioni di *leveraged buyout* sono pressoché raddoppiati rispetto al corrispondente periodo del 2004 (grafico 1.12). Inoltre, secondo Standard & Poor's i rapporti indebitamento/utili relativi a tali operazioni si sono collocati

Le modifiche della struttura patrimoniale che favoriscono gli azionisti ...



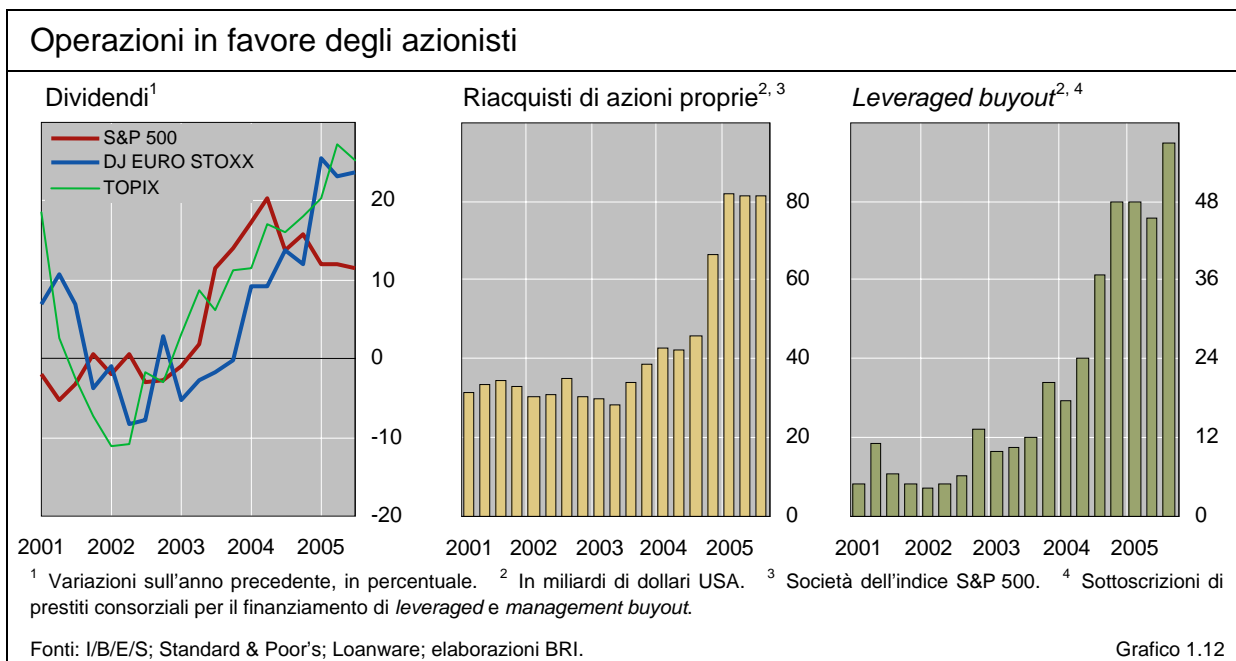
... e il settore auto USA sono fonte di preoccupazione

ai livelli massimi da molti anni a questa parte. Negli Stati Uniti i riacquisti di azioni proprie hanno di gran lunga superato il picco del 2004, e i dividendi hanno segnato tassi di incremento a due cifre nei principali mercati.

Il settore automobilistico statunitense ha continuato a essere fonte di preoccupazione per gli investitori nei mercati creditizi. Delphi, società USA leader nella fornitura di componentistica auto ed ex affiliata di General Motors, ha richiesto in ottobre l'ammissione alla procedura fallimentare. Ciò ha innescato un ulteriore declassamento del rating di General Motors – dati i forti legami tra le due società – nonché quello di numerose *collateralised debt obligation* (CDO). Ancora nel dicembre 2004 Delphi era quotata *investment grade* e figurava pertanto quale entità di riferimento in una gamma di CDO più ampia del solito per un mutuatario a basso rating. Malgrado questa reazione a catena, i mercati creditizi hanno reagito all'insolvenza di Delphi in maniera ordinata. L'aggiustamento è stato favorito da iniziative volte a migliorare il funzionamento del mercato dei CDS, quali il regolamento per contanti dei contratti su indici.

I mercati creditizi hanno reagito con compostezza anche all'uragano Katrina, sebbene si sia trattato del disastro naturale più oneroso mai registrato (cfr. il riquadro alla fine di questa sezione). Gli spread sui CDS di varie compagnie di assicurazione e riassicurazione sono aumentati sensibilmente nelle settimane successive alla catastrofe. Essi sono tornati ad ampliarsi a fine settembre, prima dell'arrivo dell'uragano Rita. Va nondimeno rilevato come gli spread di molti titoli assicurativi fossero cresciuti in misura anche maggiore durante l'ondata di vendite intervenuta nei mesi precedenti.

Nonostante questi eventi inattesi e la tendenza ad assumere iniziative favorevoli agli azionisti, gli investitori sono parsi confermare la loro fiducia nelle prospettive per la qualità del credito. Certo, negli ultimi mesi gli spread di CDS a breve per le società USA sono cresciuti rispetto a quelli a lungo termine, a



riprova di un calo di ottimismo fra gli operatori (grafico 1.10). Nondimeno, la curva presenta la stessa inclinazione del 2004, e ciò fa ritenere che gli investitori non si attendano un marcato peggioramento dei *fundamentals* creditizi nel breve termine. Questa interpretazione concorda con la maggior parte delle proiezioni degli analisti. Ad esempio, secondo Moody's il tasso di insolvenza (globale) per la classe "speculativa" dovrebbe sì aumentare, ma in modo graduale, passando dal minimo ciclico dell'1,8% di metà 2005 a poco più del 3% nel giro di un anno. Si prevede inoltre che esso rimanga ben al disotto del 4,8% registrato mediamente negli anni novanta.

Previsto un
aumento graduale
delle insolvenze

L'impatto dell'uragano Katrina sul settore riassicurativo

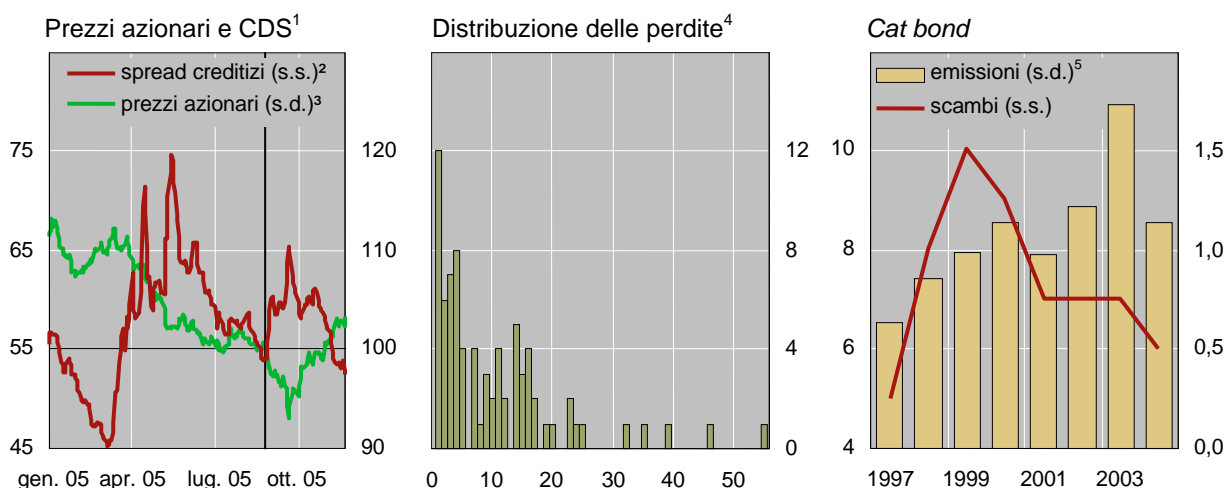
Ingo Fender e Philip Wooldridge

L'uragano Katrina, che si è abbattuto a fine agosto 2005 sulla costa statunitense del Golfo del Messico devastando la città di New Orleans, è destinato con tutta probabilità a diventare la catastrofe naturale più onerosa della storia. Le perdite assicurate sono stimate attorno ai \$60 miliardi, oltre il doppio di quelle record provocate dall'uragano Andrew nel 1992. Date l'entità e la natura della catastrofe, il settore riassicurativo dovrà verosimilmente farsi carico di una quota maggiore (fino al 50%) delle perdite complessivamente assicurate rispetto a quanto avvenuto in occasione di precedenti disastri. Malgrado l'enormità delle perdite, gli investitori non hanno mai ritenuto che Katrina potesse causare gravi difficoltà finanziarie. Certo, in settembre gli spread sui *credit default swap* di compagnie riassicuratrici hanno avuto la tendenza ad aumentare, ma in misura minore rispetto a quanto verificatosi durante la precedente ondata di vendite sui mercati obbligazionari (diagramma di sinistra del grafico in basso). Da notare inoltre che i differenziali sono tornati a calare in ottobre, e che le stesse quotazioni azionarie del settore riassicurativo si sono prontamente riprese.

I riassicuratori contribuiscono a preservare la stabilità del sistema finanziario. Fornendo servizi di assicurazione alle stesse compagnie assicuratrici, essi assorbono shock che potrebbero altrimenti pregiudicare la solvibilità degli assicuratori primari. In particolare, il settore riassicurativo facilita la diversificazione del rischio e – attraverso l'attività di investimento – contribuisce alla liquidità dei mercati, specie di quelli per il trasferimento del rischio. I problemi del settore, pertanto, possono propagarsi in misura significativa ad altri comparti, per il tramite sia di veri e propri fallimenti sia di declassamenti di rating, che potrebbero costringere le compagnie del settore a dismettere le attività *non-core*.

La resilienza mostrata dal settore riassicurativo di fronte all'uragano Katrina può attribuirsi in gran parte alla sua solida base patrimoniale. In seguito agli attacchi terroristici del settembre 2001 negli Stati Uniti, sono sensibilmente cresciuti i premi di assicurazione, specie quelli a copertura del rischio catastrofale. Ciò ha aiutato molte compagnie di riassicurazione a ricostituire la propria base patrimoniale, di cui gli attentati avevano messo in discussione l'adeguatezza. Il forte incremento dei premi ha altresì richiamato l'attenzione di nuovi investitori di *private equity*. Fondi speculativi figuravano tra i fornitori di capitale di rischio per società *startup* nel settore della riassicurazione, come nei recenti casi di CIG Re e Glacier Re.

Effetti dell'uragano Katrina



¹ La linea verticale indica il 29 agosto, data di arrivo dell'uragano Katrina sulle coste statunitensi. ² Media ponderata degli spread su CDS a cinque anni di Swiss Re, Munich Re e ACE (denominati in dollari USA), con clausole di ristrutturazione modificate, in punti base. ³ Settore riassicurativo rispetto all'indice azionario mondiale; 29 agosto 2005 = 100. ⁴ Stima delle perdite subite da 78 compagnie di assicurazione e riassicurazione a causa dell'uragano Katrina. In ascissa, quota percentuale di capitale proprio perduto; in ordinata, numero di società. ⁵ In miliardi di dollari USA.

Fonti: Benfield Group; Datastream; Guy Carpenter; Markit; Swiss Re; elaborazioni BRI.

Secondo le statistiche sul settore riassicurativo raccolte dall'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS), a fine 2003 il patrimonio netto complessivo delle società di riassicurazione ammontava a \$244 miliardi. Le perdite derivanti dall'uragano Katrina non pregiudicheranno pertanto la solvibilità del settore nel suo complesso. Tuttavia, si stima che per alcune singole società l'incidenza delle perdite sul capitale sia elevata, e ciò potrebbe rendere necessari interventi di ricapitalizzazione, se non anche declassamenti del merito di credito (diagramma centrale del grafico). Invero, taluni riassicuratori hanno già intrapreso iniziative volte a rafforzare la propria base patrimoniale. La propensione dimostrata dagli investitori a ricapitalizzare queste entità denota la fiducia che essi continuano a nutrire nella capacità dei riassicuratori di modellizzare e prezzare il rischio dei disastri naturali. Nondimeno, nel medio termine i timori circa le capacità di modellizzazione del rischio e la crescente frequenza delle perdite potrebbero pur sempre indurre le agenzie di rating a modificare i criteri di valutazione e a declassare alcune società.

Il contributo diretto dei mercati dei capitali all'assorbimento delle perdite provocate dall'uragano Katrina resterà contenuto. E ciò nonostante le iniziative intraprese, all'indomani dell'uragano Andrew, per promuovere l'utilizzo di obbligazioni e opzioni collegate al verificarsi di catastrofi – come i cosiddetti “bond catastrofali” (o *cat bond*) – al fine di ripartirne più ampiamente i rischi. A metà 2005 lo stock di obbligazioni di questo tipo sfiorava i \$5 miliardi, di cui solo un'esigua frazione collegata al rischio di uragani sulla costa statunitense del Golfo del Messico. Un fattore all'origine di questo sviluppo in parte deludente è che il *trade-off* fra il rischio di base e il *moral hazard* limita l'utilità di questi strumenti rispetto alla riassicurazione diretta. Questa consente di eliminare il rischio di base grazie all'impiego di clausole contrattuali ritagliate espressamente sulle esigenze dell'entità che cerca di trasferire il rischio, ma ciò accresce la complessità del contratto e innalza di conseguenza i costi di monitoraggio. I contratti standardizzati, dal canto loro, minimizzano il *moral hazard* vincolando i pagamenti a soglie di perdita predefinite a livello regionale o settoriale, ma accentuano il rischio di base per l'entità cedente.