

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati emergenti ai massimi storici

Con il nuovo anno i prezzi delle attività nei mercati emergenti sono balzati a livelli record. Gli investitori esteri hanno acquistato ingenti quantitativi di obbligazioni e azioni di questi mercati, sospingendo gli indicatori delle valutazioni verso (e alcune volte oltre) il limite superiore della rispettiva fascia storica. L'entusiasmo degli investitori è stato stimolato dal costante miglioramento dei fondamentali in molti paesi, ma anche l'accresciuta propensione al rischio sembra aver rappresentato un fattore importante all'origine del rialzo.

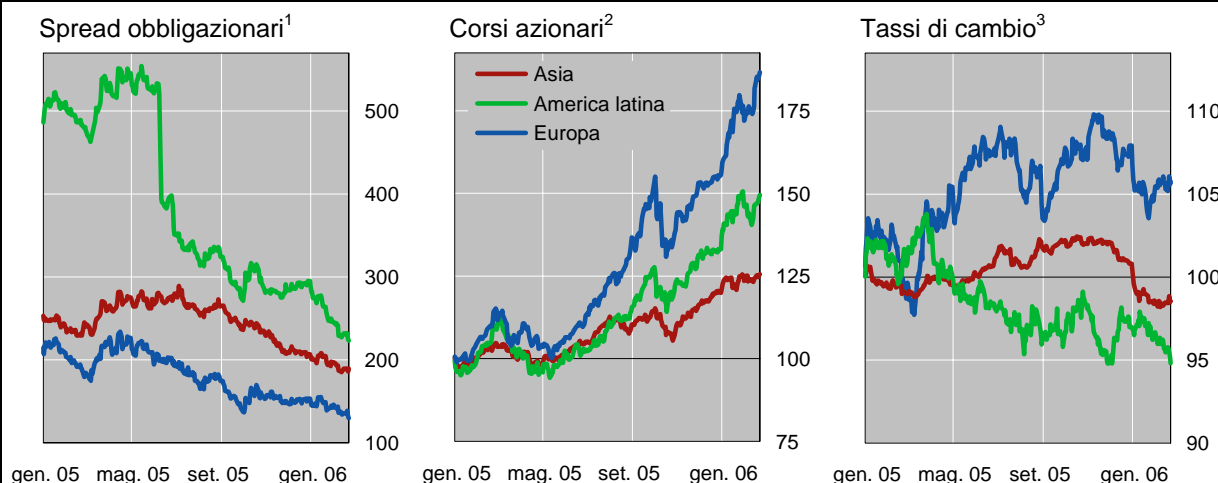
Nei mercati principali gli investitori si sono mostrati meno esuberanti. Essi sono parsi poco convinti del livello corrente delle valutazioni nei mercati delle azioni e delle obbligazioni private, ma al tempo stesso incerti su come posizionarsi. Negli Stati Uniti hanno pesato sui corsi azionari fattori quali i tassi di interesse, i prezzi petroliferi e gli utili societari, mentre in Giappone alcuni eventi apparentemente idiosincratici hanno avuto ripercussioni sull'intero mercato, arrestando temporaneamente in gennaio la fase rialzista della borsa di Tokyo. Le operazioni favorevoli agli azionisti, come i *leveraged buyout*, hanno continuato a gravare sul mercato del debito societario, dove peraltro, a dispetto del rischio di evento, gli spread sono rimasti stabili in prossimità dei minimi ciclici.

Nei mercati dei titoli pubblici e degli swap, nonostante le notizie contrastanti sull'economia, i rendimenti hanno guadagnato terreno, sorretti dalle aspettative degli operatori di un ulteriore inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti e in Europa. In Giappone, con il ritorno dei tassi di inflazione su valori positivi, le attese degli operatori si sono indirizzate verso un abbandono prima del previsto della politica di allentamento quantitativo.

Impennata dei mercati emergenti indotta dall'afflusso di investimenti esteri

I prezzi delle attività nell'insieme dei mercati emergenti sono fortemente aumentati agli inizi del nuovo anno. Obbligazioni, azioni e valute hanno tutte fatto registrare cospicui rialzi in gennaio e febbraio (grafico 1.1), i quali, sommandosi a quelli già considerevoli del 2005, hanno spesso portato le valutazioni in prossimità o al di sopra dei massimi storici.

Mercati emergenti



¹ Indice EMBI Global Diversified di JPMorgan Chase; *stripped spread* sovrano rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato, in punti base; la ricomposizione dell'indice nel giugno 2005, a seguito della ristrutturazione del debito argentino, ha determinato un'interruzione strutturale nella serie dei dati per l'America latina. ² Indici di Morgan Stanley Capital International; in moneta locale; 31 dicembre 2004 = 100. ³ Nei confronti del dollaro USA; un calo indica un deprezzamento del dollaro; 31 dicembre 2004 = 100.

Fonti: Datastream; JP Morgan Chase; elaborazioni BRI.

Grafico 1.1

A realizzare i maggiori guadagni sono stati i titoli azionari. Già nel 2005 essi avevano registrato rialzi a due cifre in quasi tutti i mercati emergenti, e soprattutto in Egitto, Colombia e Arabia Saudita, dove le quotazioni erano più che raddoppiate. In molti mercati la fase rialzista ha segnato un'accelerazione in gennaio, per poi arrestarsi in febbraio. I mercati azionari asiatici hanno accusato un relativo ritardo, crescendo di appena il 4% circa in termini di valuta locale nelle prime otto settimane del 2006, contro il 20 e 13% osservati rispettivamente nell'Europa orientale e in America latina. Le quotazioni asiatiche, specie nei mercati dove predominano i titoli tecnologici, sono fortemente calate il 18 gennaio a seguito dell'annuncio di vendite inferiori alle previsioni da parte di Intel e di un'ondata di cessioni sulla piazza di Tokyo (cfr. infra), ma hanno successivamente recuperato.

Per gli investitori operanti in dollari USA i guadagni sugli impieghi in moneta locale nei mercati emergenti sono stati amplificati dalle oscillazioni dei tassi di cambio. Nelle prime otto settimane del 2006 le valute di questi mercati si sono apprezzate di oltre il 2% nei confronti del dollaro. Inoltre, le banche centrali di molti paesi hanno continuato ad accumulare riserve valutarie, e ciò fa ritenere che l'apprezzamento sarebbe stato ancor maggiore in assenza dei loro interventi.

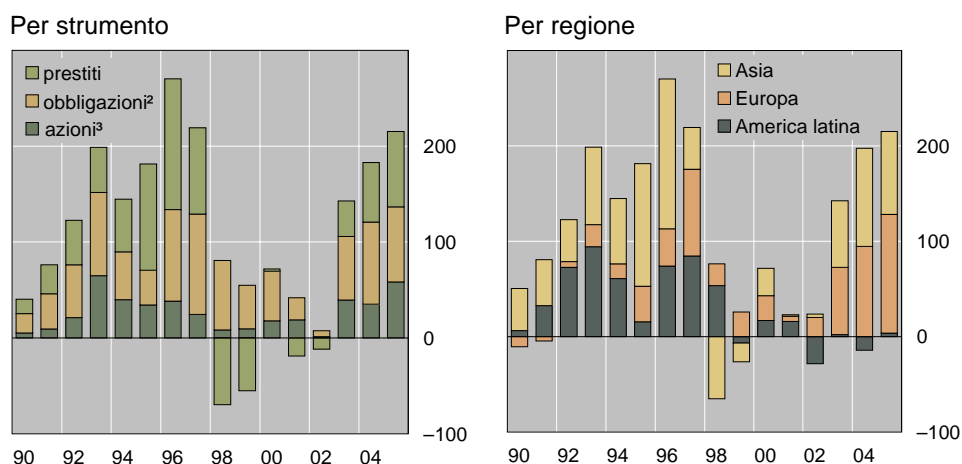
Nei mercati obbligazionari internazionali la riduzione degli spread si è concentrata sui titoli con i più alti rendimenti, proseguendo la tendenza emersa negli ultimi anni. Nelle prime otto settimane del 2006 i differenziali sulle obbligazioni in dollari emesse da mutuatari latinoamericani si sono ristretti di 70 punti base, rispetto ai 20 punti circa per le emissioni europee e asiatiche. In realtà, gli spread sono aumentati in alcune occasioni, come il 12 gennaio, quando l'incertezza sulle prospettive dell'economia statunitense ha contribuito a una fuga verso la qualità. Tuttavia, questi episodi hanno avuto vita breve e gli spread sono ben presto tornati a ridursi.

Nei mercati emergenti crescono fortemente le quotazioni azionarie ...

... e si restringono gli spread

Flussi di capitali privati verso i mercati emergenti

In miliardi di dollari USA, ai tassi di cambio costanti del 2005¹



¹ Gli importi nominali sono convertiti in dollari a tassi di cambio costanti utilizzando il deflatore del PIL statunitense. ² Credito non bancario. ³ Esclusi gli investimenti diretti esteri.

Fonti: IIF; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 1.2

Afflussi massicci di capitali esteri

La corsa al rialzo dei mercati emergenti è stata in ampia misura indotta dai massicci afflussi di capitali esteri. In base alle stime dell'Institute of International Finance, i flussi netti di investimenti azionari di portafoglio si sono avvicinati ai \$60 miliardi nel 2005, superando ampiamente i livelli degli anni precedenti (grafico 1.2). Vi sono stati oltre \$160 miliardi di investimenti in titoli di debito, fra cui ingenti acquisti di passività in moneta locale. I dati disponibili indicano che gli investitori esteri hanno continuato a incanalare cospicue somme verso i mercati emergenti anche nella parte iniziale del 2006.

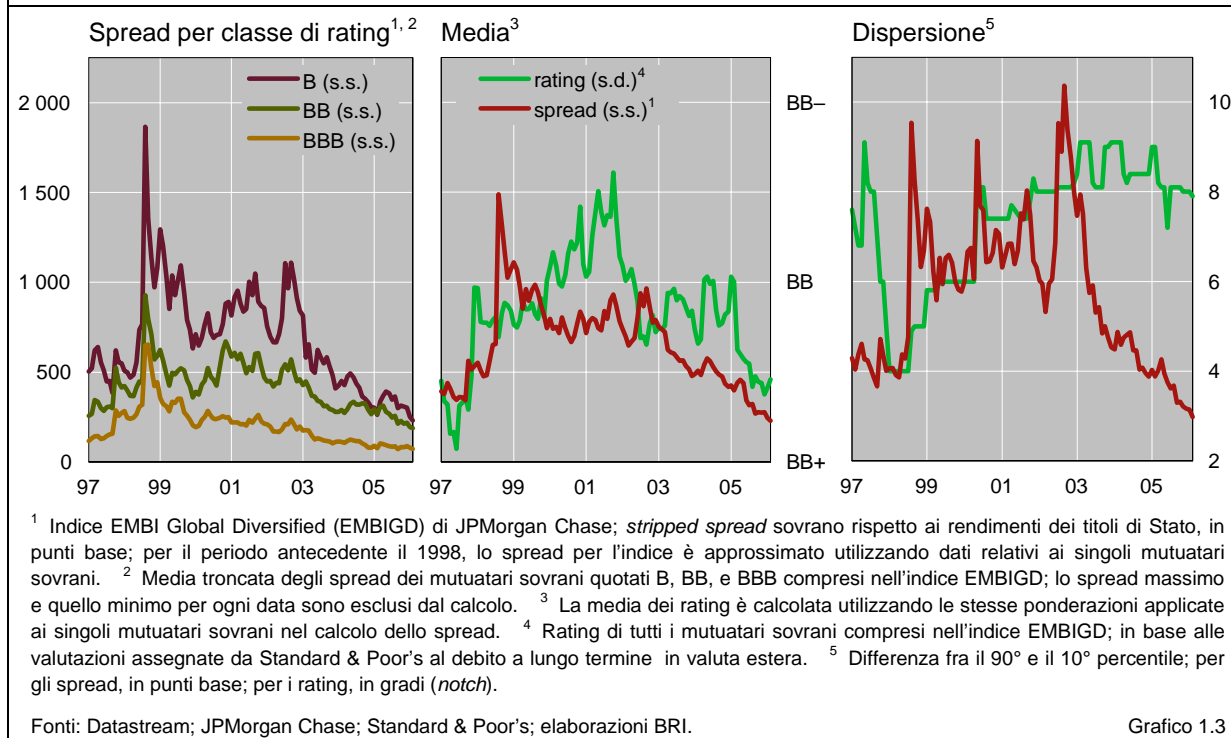
L'entusiasmo degli investitori per le attività dei mercati emergenti è stato in parte alimentato dalle valutazioni circa la solidità dei fondamentali dell'economia. I miglioramenti osservati negli ultimi anni nei saldi con l'estero, nei sistemi finanziari e nelle politiche monetarie e di bilancio hanno reso molte economie dell'area emergente più resilienti agli shock, riducendo così i rischi associati con l'investimento in questi mercati. Nel 2005 il rapporto fra aumenti e riduzioni dei rating sovrani assegnati da Moody's è stato in effetti di circa 3 a 1. Fatto emblematico delle mutate sorti dei mercati emergenti, nel dicembre 2005 il Brasile e l'Argentina hanno utilizzato parte delle loro riserve valutarie in rapida crescita per estinguere prestiti contratti con l'FMI per un totale di \$25 miliardi.

Il livello e la dispersione degli spread toccano i minimi storici ...

La domanda di attività dei mercati emergenti appare nondimeno più vigorosa di quanto possa spiegare il solo miglioramento dei fondamentali; anche la propensione al rischio degli investitori sembra aver avuto un ruolo altrettanto importante. Agli inizi del 2006 gli spread applicati agli emittenti sovrani risultavano ai minimi storici, eppure il merito di credito di tali emittenti non era così elevato come in passato. Il diagramma centrale del grafico 1.3 mette a confronto lo spread medio dell'indice EMBI Global Diversified di JPMorgan con la media dei rating assegnati da Standard & Poor's ai soggetti

Spread obbligazionari e rating nei mercati emergenti

Dati di fine mese



sovrani inclusi nell'indice, ponderata utilizzando gli stessi pesi applicati agli spread. Il 24 febbraio l'indice ha chiuso a 197 punti base, quasi 100 punti al di sotto del precedente minimo storico toccato a metà 1997, in prossimità dello scoppio della crisi finanziaria asiatica. Al confronto, il rating medio ponderato degli emittenti agli inizi del 2006 era ancora leggermente inferiore al livello di metà 1997.

Il calo del rating medio dei soggetti sovrani fra il 1997 e il 2006 evidenzia il migliorato accesso al mercato dei titoli di debito internazionali di cui hanno usufruito i mutuatari con minor merito di credito. Ad esempio, l'Ecuador, quotato appena Caa1 da Moody's e CCC+ da Standard & Poor's, ha raccolto su tale mercato \$650 milioni verso la fine del 2005 (cfr. *Il mercato internazionale dei titoli di debito*). Questo migliorato accesso sembra a sua volta derivare dalla disponibilità degli investitori ad assumersi rischi addizionali nella loro ricerca di rendimenti nominali più elevati.

Anche tenendo conto del rating dell'emittente, gli spread agli inizi del 2006 si situavano ai minimi storici. Il diagramma di sinistra del grafico 1.3 raffigura la media degli spread dei soggetti sovrani quotati B, BB e BBB, escludendo le punte massime e minime. All'interno di ciascuna categoria di rating, nel febbraio 2006 lo spread medio risultava ben al di sotto del suo livello di metà 2005 e persino inferiore ai precedenti minimi storici di metà 1997.

Oltre al loro basso livello, anche la contenuta dispersione degli spread obbligazionari è indicativa di un'elevata propensione al rischio paese. Il diagramma di destra del grafico 1.3 presenta la differenza fra il 90° e il 10° percentile per gli spread e i rating dei trenta e più soggetti sovrani compresi nell'indice EMBI Global Diversified. Agli inizi del 2005 gli spread

... a indicazione di un'elevata propensione al rischio paese ...

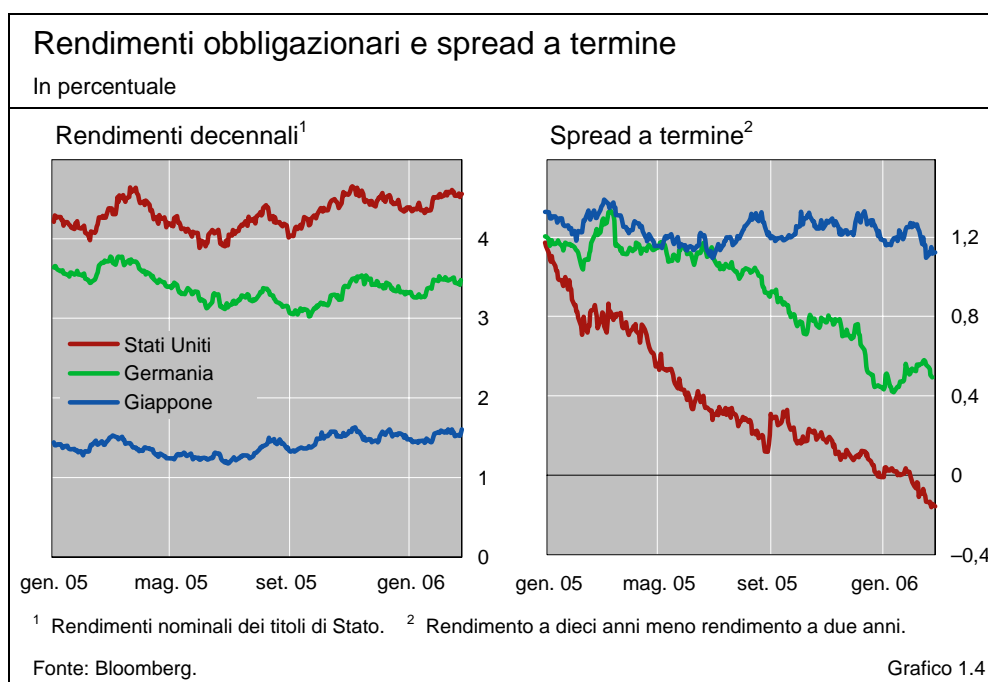
... e di una crescente vulnerabilità dei mercati emergenti a correzioni dei prezzi

sovrani risultavano più addensati di quanto si sia mai osservato in passato. Ciò fa sorgere il dubbio che gli investitori possano non essere sufficientemente selettivi nei confronti dei mutuatari. In effetti, la dispersione dei rating sovrani è rimasta elevata, a indicazione di importanti differenze nel merito di credito dei mutuatari dell'indice.

In sintesi, raffrontando gli spread dei mercati emergenti sia con i loro livelli precedenti sia con i rating creditizi, si evince che la propensione al rischio degli investitori ha concorso a portare gli spread sui bassi livelli attuali. Certo, una siffatta analisi comparativa non è esente da imperfezioni: i rating tendono a segnalare con ritardo i cambiamenti nel merito di credito e le agenzie di valutazione possono aver modificato con il tempo i criteri applicati, ad esempio dando maggiore risalto al rischio di liquidità e alla solidità del sistema finanziario all'indomani della crisi finanziaria asiatica. Inoltre, variano nel tempo anche la scadenza e altre caratteristiche dell'indice. Ciò nonostante, nella misura in cui è possibile che gli investitori abbiano sottovalutato il rischio paese, i mercati emergenti potrebbero risultare vulnerabili a un'eventuale correzione dei prezzi.

Aspettative di un inasprimento della politica monetaria

I rendimenti a lungo termine nei mercati maggiori sono rimasti su livelli insolitamente bassi agli inizi del nuovo anno, nonostante l'innalzamento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Sebbene negli ultimi mesi i rendimenti sui titoli di Stato decennali abbiano continuato a situarsi al di sopra dei minimi dell'estate 2005, essi non hanno ancora superato i massimi del giugno 2004, antecedenti il primo inasprimento monetario della Federal Reserve statunitense. Il 24 febbraio i rendimenti sulle obbligazioni governative decennali di Stati Uniti, Germania e Giappone si collocavano rispettivamente al 4,6, 3,5 e 1,6% (grafico 1.4).



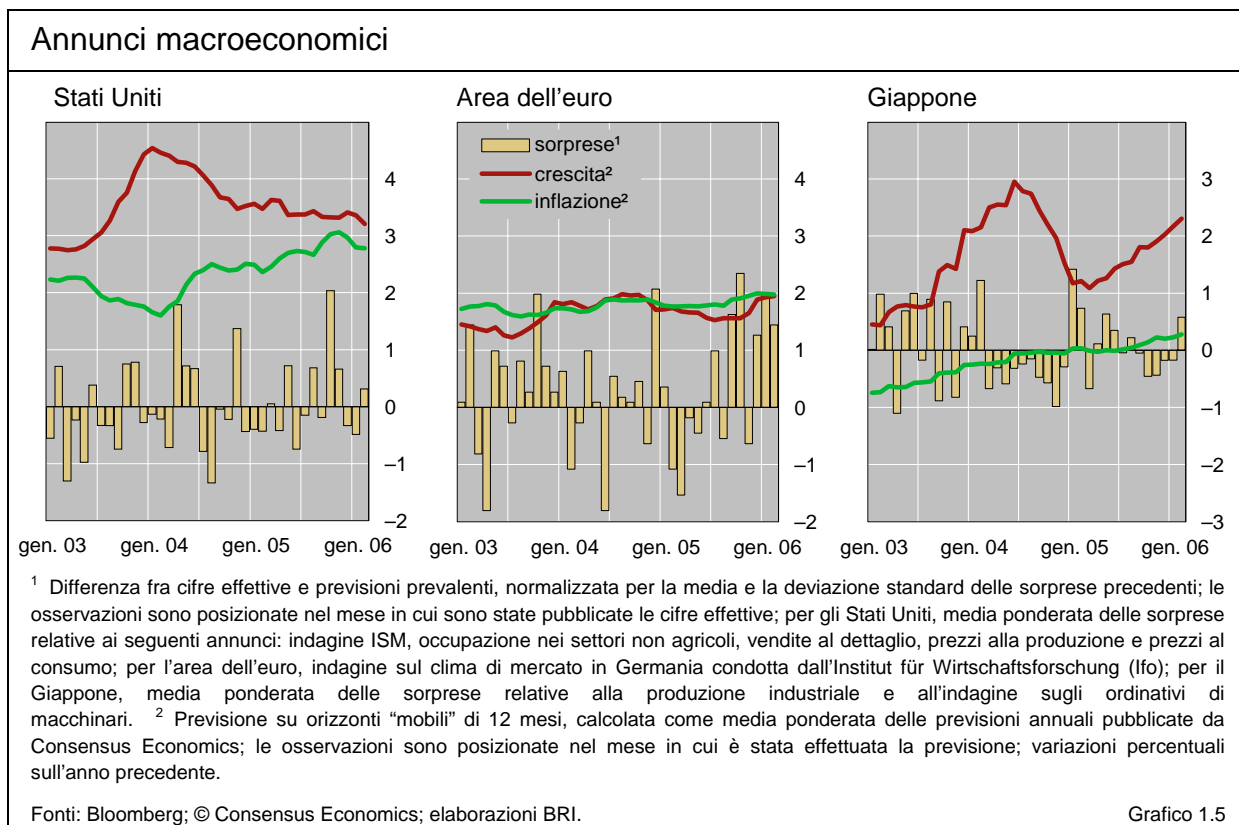
Le curve dei rendimenti hanno continuato ad appiattirsi negli ultimi mesi del 2005. Il calo delle pressioni inflazionistiche e le meno brillanti prospettive di crescita negli Stati Uniti hanno indotto una diminuzione di circa un quarto di punto percentuale dei rendimenti dei *Treasuries* decennali. Nell'area dell'euro e in Giappone i rendimenti dei titoli di Stato hanno seguito da vicino quelli statunitensi, nonostante le migliorate aspettative di crescita (grafico 1.5). Mentre i rendimenti a lungo termine calavano, i tassi a breve negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si sono mossi al rialzo in seguito agli incrementi dei tassi di riferimento da parte della Federal Reserve e della BCE. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra il titolo del Tesoro USA a dieci anni e quello a due anni, indicatore attentamente sorvegliato dal mercato, è divenuto negativo. Anche la curva dei rendimenti in euro si è appiattita, ma il basso livello dei tassi ufficiali ha fatto sì che non subisse un'inversione.

Appiattimento delle curve dei rendimenti a fine 2005

In passato l'inversione della curva dei rendimenti aveva di norma preannunciato un'imminente recessione, ma in questa occasione gli operatori non sono sembrati particolarmente preoccupati per le prospettive di crescita. Il basso livello dei rendimenti sui titoli a lungo termine è stato attribuito principalmente al calo del premio a termine, indicativo di un più basso premio per il rischio di inflazione, nonché ai forti acquisti di *Treasuries* da parte di investitori esteri e fondi pensione.

I rendimenti sulla *Treasury note* decennale di riferimento hanno raggiunto il livello minimo del 4,3% alla vigilia della pubblicazione dei dati sui prezzi al consumo il 18 gennaio. Sebbene l'inflazione di base sia risultata in linea con le attese, ciò ha segnato l'inizio di una tendenza al rialzo dei rendimenti statunitensi, cui ha contribuito una serie di notizie positive sull'attività

I rendimenti in dollari crescono a inizio 2006 con la correzione delle aspettative sulla politica monetaria



economica agli inizi di febbraio che ha indotto gli operatori a rivedere le previsioni circa l'andamento futuro dei tassi ufficiali. Al momento di andare in stampa le aspettative apparivano orientate verso un aumento al 5% circa dei tassi di riferimento della Federal Reserve entro metà 2006, con una leggera possibilità di allentamento verso la fine dell'anno.

Il 9 febbraio il Tesoro statunitense ha reintrodotta le emissioni trentennali, che erano state interrotte nel 2001. In occasione dell'asta la domanda di questi titoli è risultata sostenuta, traducendosi in un rendimento lievemente inferiore a quello della *Treasury note* decennale di più recente emissione. Inoltre, la quota di offerte di acquisto indirette si è rivelata maggiore del previsto, a indicazione di un'elevata richiesta da parte di investitori istituzionali statunitensi e di soggetti esteri. Un'inversione nel segmento a più lunga scadenza della curva dei rendimenti è stata osservata anche in vari altri paesi, e in particolar modo nel Regno Unito. Essa pare dovuta soprattutto all'elevata domanda di titoli a lunghissimo termine da parte dei fondi pensione, piuttosto che alle attese di un calo della crescita tendenziale nei decenni a venire (cfr. riquadro a pag. 8). Numerosi governi hanno cominciato a trarre vantaggio da queste condizioni favorevoli emettendo obbligazioni con scadenza fino a 50 anni.

I rendimenti in euro seguono quelli in dollari

Nell'area dell'euro i rendimenti hanno seguito da vicino il mercato statunitense durante la seconda metà di gennaio, crescendo di circa un quarto di punto percentuale, al 3,5%. Così come negli Stati Uniti, l'aumento potrebbe in parte originare dalle ingenti emissioni di titoli pubblici, sebbene il loro effetto sia difficile da quantificare. In febbraio i rendimenti hanno mostrato una notevole volatilità, di riflesso all'alternanza fra le notizie di una crescita inferiore alle previsioni in Germania e in Francia nel quarto trimestre e quelle più positive sulla produzione industriale e sul clima di fiducia. I rendimenti sul titolo decennale del *Bund* sono calati di quasi 10 punti base il 9 e inizialmente il 10 febbraio, per poi recuperare quello stesso giorno gran parte delle perdite dopo gli interventi di alcuni membri del Consiglio direttivo della BCE che richiamavano l'attenzione sui rischi inflazionistici connessi con gli elevati prezzi del petrolio e l'espansione del credito. Gli operatori hanno interpretato queste dichiarazioni come un segnale che la BCE avrebbe innalzato il tasso minimo di offerta al 2,5% in occasione della riunione del Consiglio direttivo del 2 marzo, e nuovamente nel corso dell'anno.

Rialzo dei rendimenti in yen in risposta a segnali di uscita dalla deflazione

I rendimenti sui titoli di Stato giapponesi a dieci anni sono saliti all'1,6% a metà febbraio, sospinti dalle aspettative di un tanto atteso epilogo della deflazione. Essi erano cresciuti di 4 punti base il 27 gennaio, dopo che l'inflazione dei prezzi al consumo si era mossa più decisamente in territorio positivo, e sono tornati ad aumentare il 10 febbraio, in seguito alle affermazioni del Governatore della Bank of Japan, secondo il quale i dati sull'inflazione avrebbero avuto un ruolo più preminente nelle discussioni future riguardo all'orientamento monetario appropriato. In passato, la banca centrale aveva affermato che un aumento durevole dei prezzi al consumo rappresentava un presupposto per l'abbandono della politica di allentamento quantitativo, anche se tale cambiamento non avrebbe necessariamente comportato un rialzo dei tassi di interesse. Al momento di andare in stampa, gli operatori del mercato

I fondi pensione e il calo dei rendimenti a lungo termine

La persistenza di bassi rendimenti nominali a lungo termine, specie nelle scadenze superiori ai 10 anni, in un contesto di crescita economica robusta ha stupito molti operatori e osservatori del mercato. Una delle spiegazioni talvolta avanzate è che la domanda degli investitori istituzionali, in particolare dei fondi pensione, stia esercitando pressioni al ribasso sul segmento a lunghissimo termine della curva dei rendimenti. Questa possibilità rispecchierebbe un effetto di retroazione, nel senso che il livello modesto dei tassi di interesse favorirebbe ulteriori acquisti di obbligazioni da parte degli investitori istituzionali. In questo riquadro vengono esaminate le dinamiche di tale meccanismo nel Regno Unito – dove i rendimenti a lunghissimo termine sono estremamente esigui – nonché la probabilità che una situazione analoga si verifichi in altri mercati.

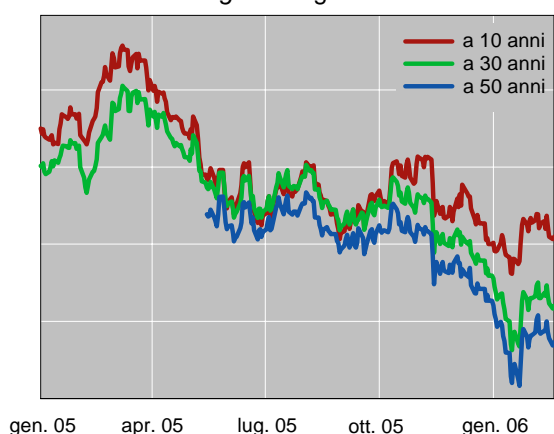
Da anni ormai i titoli del Tesoro britannico (c.d. *gilt*) trentennali vengono negoziati a rendimenti più bassi di quelli dei titoli a 10 anni, e le obbligazioni a 50 anni a rendimenti persino inferiori (cfr. riquadro di sinistra del grafico sottostante). È opinione comune che i tentativi dei fondi pensione di ridurre le asimmetrie delle scadenze fra l'attivo e il passivo attraverso l'acquisto di obbligazioni a lunghissimo termine abbia contribuito alla riduzione dei rendimenti. Al calare dei rendimenti sono tuttavia aumentate le passività dei fondi pensione, accrescendo ulteriormente la domanda di titoli a lunga scadenza e innescando nuovi ribassi dei rendimenti.

Questo effetto di retroazione è stato particolarmente pronunciato nel mercato dei *gilt* per due ordini di motivi. Primo, le norme britanniche in materia di requisiti minimi di finanziamento (*Minimum Funding Requirements*, MFR) e di rendicontazione finanziaria prescrivono di impiegare i rendimenti di mercato per attualizzare le prestazioni pensionistiche future, rendendo le passività dei fondi pensione molto sensibili a variazioni dei rendimenti^①. Secondo, le società preferiscono minimizzare le oscillazioni nelle posizioni coperte dei propri piani pensionistici, essendo tenute a segnalare i rapporti di finanziamento nei propri bilanci. Gli operatori di mercato, e di conseguenza le società, sono divenuti particolarmente sensibili ai costi potenziali dei fondi sottocapitalizzati, dopo le ingenti perdite registrate dalle società sui portafogli azionari agli inizi degli anni duemila, proprio quando le loro passività venivano gonfiate dall'effetto congiunto dell'invecchiamento della popolazione e dell'aumento della speranza di vita. Le società britanniche hanno cercato di ridurre la volatilità dei livelli di finanziamento dei loro fondi pensione privilegiando gli investimenti in obbligazioni a lungo

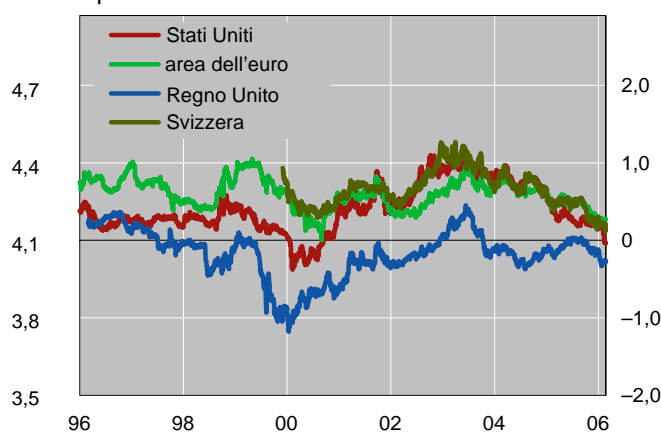
Rendimenti e spread a termine sui titoli del Tesoro

In percentuale

Rendimenti sui *gilt* a lungo termine



Spread a termine¹



¹ Rendimento a 30 anni meno rendimento a dieci anni.

Fonte: Bloomberg.

^① Le norme MFR prevedono che le prestazioni da corrispondere ai pensionati esistenti vengano attualizzate impiegando i rendimenti obbligazionari e quelle destinate ai lavoratori attivi prossimi al pensionamento utilizzando una media ponderata di rendimenti obbligazionari e azionari. Il principio contabile FRS 17 vigente nel Regno Unito prescrive invece l'uso dei rendimenti obbligazionari ai fini dell'attualizzazione indipendentemente dalla situazione corrente del beneficiario.

termine e i piani a contribuzione definita, a scapito degli investimenti azionari e dei piani a prestazione definita.

Anche in vari mercati al di fuori del Regno Unito i rendimenti a lunghissimo termine sono molto bassi. I rendimenti sui titoli del Tesoro trentennali sono prossimi o lievemente inferiori a quelli dei titoli decennali negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Svizzera (cfr. il riquadro di destra del grafico precedente). Il ruolo degli effetti di retroazione è altrettanto importante in questi mercati? Alcuni degli elementi presenti nel Regno Unito, quali i requisiti minimi di finanziamento, sono comuni anche ad altri paesi. Tuttavia, altri aspetti tendono a moderare l'impatto a breve dei tassi di interesse sui rapporti di finanziamento dichiarati. Ad esempio, nei Paesi Bassi i requisiti sono più stringenti di quelli britannici, ma i più elevati livelli di finanziamento e l'impiego di un tasso di interesse fissato per statuto anziché dei rendimenti di mercato per attualizzare le passività pensionistiche hanno finora permesso ai fondi pensione olandesi di operare con una durata finanziaria dell'attivo piuttosto bassa, pari a sei anni circa (che corrispondono approssimativamente alla *duration* media del mercato dei titoli pubblici dell'area dell'euro). Negli Stati Uniti molti sistemi pensionistici aziendali sono sottocapitalizzati e le prestazioni future vengono attualizzate a tassi di mercato. Tuttavia, i tassi utilizzati per valutare le attività e le passività di bilancio sono in certa misura modulabili. In prospettiva, le differenze fra i sistemi del Regno Unito e quelli di altri paesi potrebbero ridursi, quantomeno se nei Paesi Bassi e negli Stati Uniti venissero attuate le misure proposte, fra cui un maggiore ricorso a tassi di mercato (non modulati) per attualizzare gli esborsi per prestazioni future. È possibile che i fondi pensione di questi paesi stiano già modificando le proprie prassi in previsione di alcuni di tali cambiamenti.

Uno dei modi per attenuare l'incidenza degli effetti di retroazione è quello di accrescere l'offerta di obbligazioni a lungo e lunghissimo termine, generando pressioni di segno contrario sul segmento a lunga della curva dei rendimenti. I governi e le imprese hanno già risposto al basso livello dei rendimenti accrescendo le emissioni di titoli a 30 e a 50 anni. Tuttavia, la possibilità per governi e imprese di emettere debito a lunga scadenza incontra limiti derivanti dall'esigenza di mantenere bilanciata la struttura per scadenze del passivo.

sembravano attendersi la conclusione della politica di allentamento quantitativo agli inizi del secondo trimestre 2006, pur ritenendo che i tassi ufficiali sarebbero rimasti bassi ancora per un certo tempo.

L'impatto sui rendimenti di queste attese è stato in parte controbilanciato dalle pressioni al ribasso generate dall'assunzione di posizioni "rifugio", di fronte ai bruschi movimenti di prezzo nel mercato azionario. Ad esempio, i rendimenti sui titoli del Tesoro decennali giapponesi sono marcatamente calati il 13 febbraio, quando i corsi azionari hanno perso terreno a causa dei timori per l'elevato livello delle valutazioni. Questi influssi contrapposti sui rendimenti hanno trovato riscontro anche nell'aumento in gennaio e febbraio della volatilità implicita delle opzioni su futures in titoli pubblici nipponici, rimasta tuttavia ben al di sotto dei livelli osservati nel 2004.

Tensioni nel sistema di contrattazione di Tokyo

I principali mercati azionari hanno iniziato l'anno sottotono: dopo i forti rialzi dell'ultimo trimestre 2005, nei primi mesi del 2006 hanno avuto difficoltà a trovare una direzione precisa, alternando brusche perdite e immediati recuperi. Nelle otto settimane fino al 24 febbraio, l'S&P 500 ha guadagnato il 3% e il TOPIX è rimasto invariato (grafico 1.6). Il DJ EURO STOXX ha acquistato infine un certo vigore, guadagnando l'8%.

L'incertezza circa le prospettive per gli utili societari ha inizialmente esercitato pressioni al ribasso sui prezzi. Vi hanno contribuito il rincaro del 15%

del petrolio fra metà dicembre e metà gennaio, così come i deludenti rapporti sugli utili di varie importanti società, fra cui Yahoo!, Intel, Citigroup e General Electric. Il calo di fiducia degli investitori è culminato il 20 gennaio con una flessione dell'indice S&P 500 pari all'1,8%, la perdita giornaliera più elevata dal 2003. In molti altri mercati le quotazioni sono scese parallelamente all'S&P 500, anche se in misura meno pronunciata.

L'incertezza riguardo agli utili grava sui mercati azionari ...

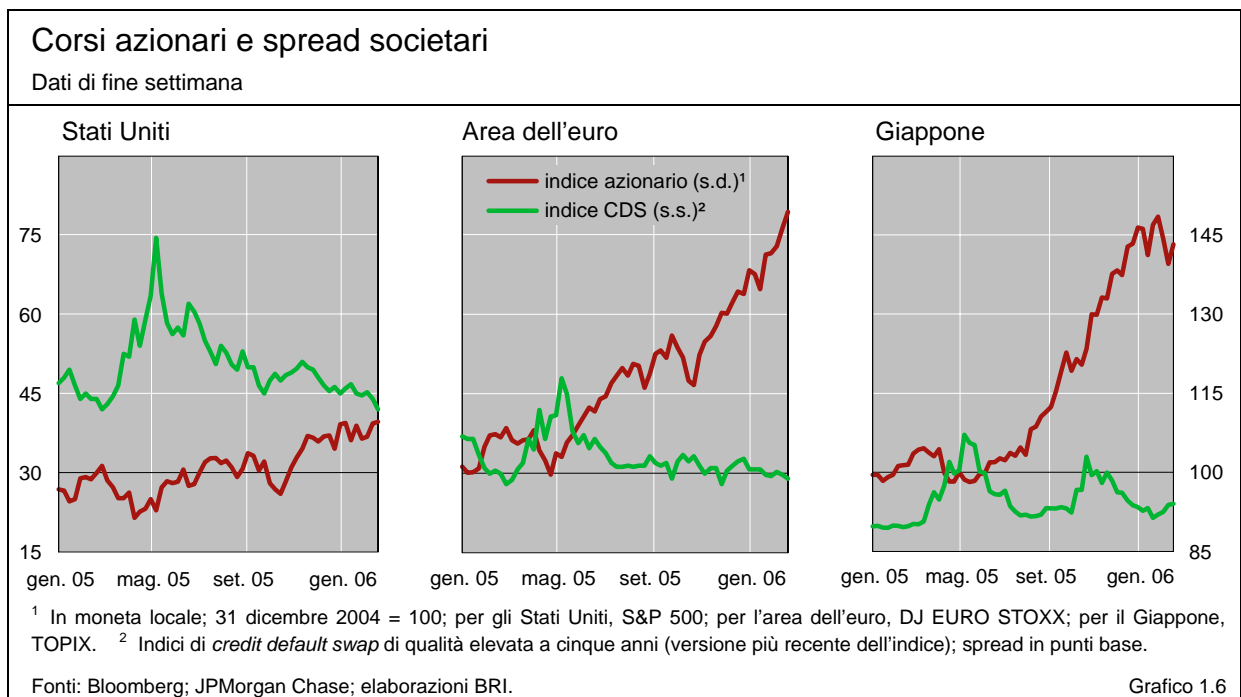
Malgrado questa maggiore incertezza, gli investitori sono rimasti nel complesso ottimisti in merito alle prospettive del settore delle imprese, specie in Europa. A partire da metà 2005 gli analisti hanno corretto al rialzo le previsioni sugli utili di un numero crescente di società europee (grafico 1.7). Negli Stati Uniti il numero di imprese per le quali le previsioni sono state riviste in senso positivo non segue più una tendenza ascendente, ma non è nemmeno in calo. Ciò ha contribuito a porre un limite inferiore alle oscillazioni dei prezzi azionari.

Con l'eccezione del Giappone, in gennaio e febbraio la volatilità nei principali mercati azionari non si è tradotta in un aumento di rilievo della volatilità implicita (grafico 1.8), rimasta in prossimità dei minimi storici, specie negli Stati Uniti. Gli investitori hanno evidentemente considerato gli avvenimenti di questo periodo come shock temporanei e non come precursori di un aumento della volatilità futura. Inoltre, gli indicatori dell'avversione al rischio desunti dai prezzi delle opzioni su indici azionari fanno ritenere che la disponibilità degli investitori ad assumersi rischio finanziario non sia variata in misura sostanziale (grafico 1.8).

... ma la volatilità implicita resta contenuta

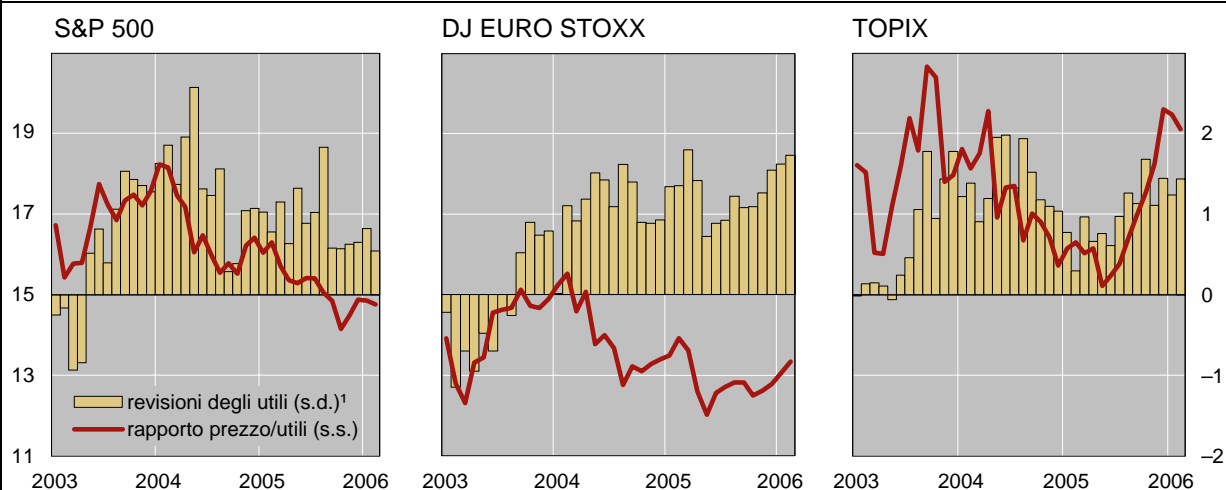
Alla borsa di Tokyo la volatilità è stata amplificata in gennaio da turbative nel regolare funzionamento del mercato. A metà gennaio le accuse di frode mosse contro la società internet Livedoor hanno provocato un brusco calo del TOPIX. Al suo inizio, il 17 gennaio, l'ondata di vendite era circoscritta ai soli titoli della società indagata, e anzi fra l'apertura del mercato e la pausa di

Breve ondata di vendite alla borsa di Tokyo dopo le indagini su Livedoor ...



Aspettative sugli utili e valutazioni azionarie

In base agli utili prospettici a 12 mesi



¹ Indice di diffusione delle revisioni mensili degli utili unitari prospettici 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 le loro previsioni invariate; 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 1.7

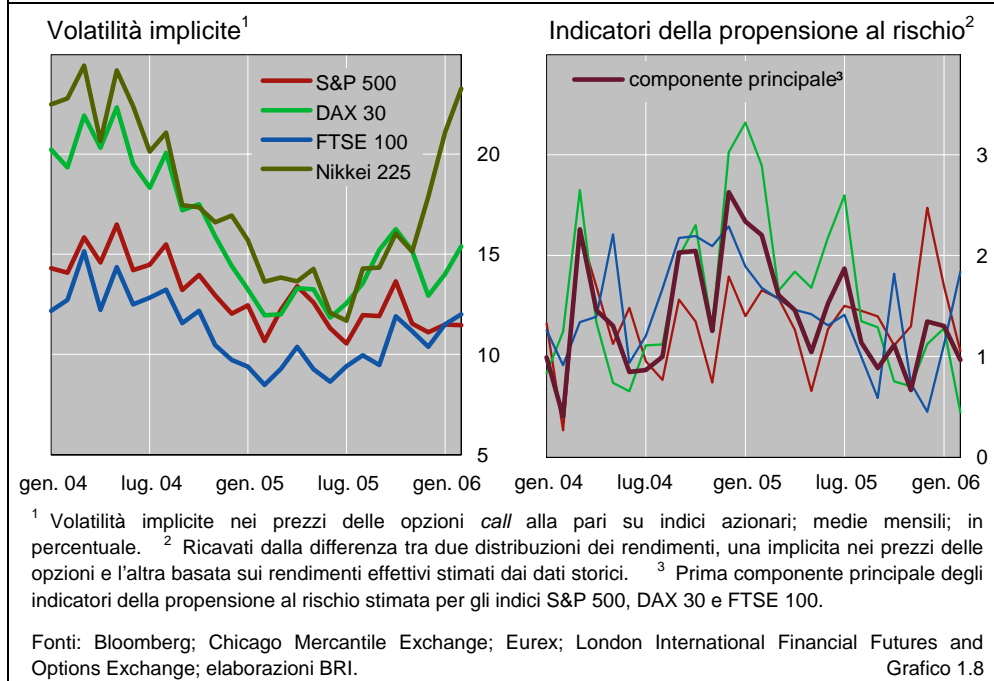
mezzogiorno il TOPIX è addirittura salito. Tuttavia, nel pomeriggio di quello stesso giorno le cessioni si sono propagate all'insieme delle società quotate giapponesi, comprese le *blue chip* come Toyota, e il mercato ha chiuso con una perdita del 2,3%. Le pressioni in vendita si sono intensificate il giorno seguente, nel corso del quale il TOPIX ha segnato un calo di quasi il 6%, per poi riprendersi verso la fine della giornata e chiudere con una perdita del 3,5%.

Uno dei motivi per cui uno shock apparentemente idiosincratco ha avuto ripercussioni per l'intero mercato è che l'elevato livello delle valutazioni aveva accentuato la reattività degli investitori a qualsiasi notizia avversa. Il rialzo del 40% segnato dal TOPIX nella seconda metà del 2005 aveva di gran lunga superato la crescita degli utili previsti. Di conseguenza, il rapporto prezzo/utigli per l'indice era passato da 15 circa nel giugno 2005 a quasi 20 prima della fine dell'anno (grafico 1.7). Di fronte a valutazioni così alte, sono cresciute le incertezze degli investitori sulla direzione futura del TOPIX, come indica la tendenza ascendente della volatilità implicita (grafico 1.8).

Anche le richieste di margini sembrano aver esacerbato le vendite sulla piazza di Tokyo. Dopo le accuse a Livedoor, la liquidità delle azioni della società si è prosciugata, non essendovi acquirenti al prezzo determinato dalla variazione giornaliera massima consentita dalla borsa. Vari investitori ad alto grado di leva hanno pertanto venduto altre attività per soddisfare i requisiti minimi di garanzia imposti dai loro intermediari. La conseguente impennata degli ordini di vendita, unita a un aumento degli ordini di acquisto da parte di investitori attratti dal brusco calo dei prezzi, ha messo seriamente in difficoltà il sistema di negoziazione della borsa di Tokyo, costringendo il mercato a una chiusura anticipata il 18 gennaio, per la prima volta nella sua storia.

... a causa dell'accresciuta reattività degli investitori di fronte al livello elevato delle valutazioni

Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



L'eventualità stessa di una chiusura anticipata potrebbe aver accentuato l'ondata di vendite, dal momento che gli investitori si sarebbero affrettati a collocare i propri ordini prima della chiusura. Ciò nonostante, la vicenda Livedoor ha avuto un impatto solo di breve durata sull'ottimismo degli investitori e il mercato di Tokyo è risalito a nuovi massimi verso la fine di gennaio.

Ha contribuito infine ad arginare l'ascesa dei corsi azionari giapponesi anche la possibilità che la Bank of Japan mettesse fine alla sua politica di allentamento quantitativo prima del previsto. Nella settimana successiva alla riunione di politica monetaria dell'8-9 febbraio il TOPIX ha perso il 3%, dopo che vari alti funzionari della banca centrale si erano dichiarati fiduciosi nelle prospettive per l'economia e l'inflazione.

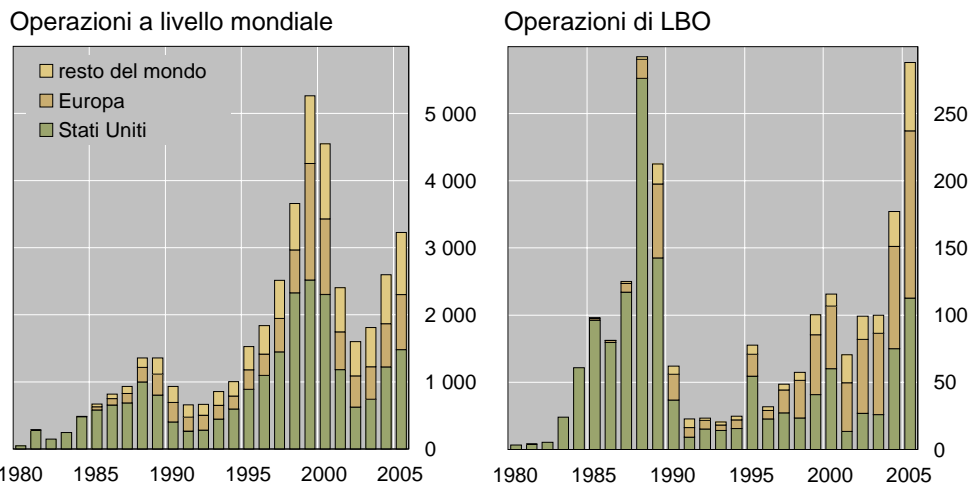
Accelerazione dell'indebitamento delle imprese

Nei mercati degli strumenti di credito il rischio di evento, sotto forma di iniziative favorevoli agli azionisti, ha continuato a svolgere un ruolo di rilievo. Negli ultimi mesi il rapido ritmo delle operazioni di fusione e acquisizione, comprese quelle di *leveraged buyout* (LBO), non ha dato segni di cedimento. Nel 2005 erano state annunciate operazioni per un totale di \$3,2 trilioni, un importo superiore di quasi il 30% a quello dell'anno precedente, e il più elevato dal 2000 (grafico 1.9). L'aspetto più inquietante per gli investitori nei mercati creditizi è che nel 2005 le LBO hanno raggiunto il livello più alto dalla corsa alle acquisizioni di fine anni ottanta, una corsa che condusse poco dopo a un forte aumento delle insolvenze societarie. In aggiunta, diversamente dagli anni ottanta, il recente aumento dell'attività di LBO non ha interessato soltanto gli

Il rapido ritmo di fusioni e acquisizioni ...

Fusioni e acquisizioni¹

In miliardi di dollari USA, ai tassi di cambio costanti del 2005



¹ Valore annunciato dell'insieme delle operazioni, comprendente l'indebitamento netto delle società oggetto di acquisizione; in base alla data di annuncio e al paese di residenza di tali società; gli importi nominali sono convertiti in dollari a tassi di cambio costanti utilizzando il deflatore del PIL statunitense.

Fonti: Thomson Financial SDC Platinum; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 1.9

Stati Uniti: oltre la metà delle operazioni ha coinvolto società al di fuori di questo paese, principalmente in Europa, ma anche in Asia.

In parte a seguito di questa ondata di acquisizioni, negli ultimi trimestri l'indebitamento delle imprese ha segnato un'accelerazione. Negli Stati Uniti i nuovi finanziamenti netti contratti dalle società non finanziarie sono saliti al livello più alto degli ultimi quattro anni (grafico 1.10). In Europa il credito bancario a favore di queste società è cresciuto dell'8% circa tra fine 2004 e fine 2005, anche se le emissioni obbligazionarie sono rimaste contenute. Quanto al Giappone, il margine con cui i rimborsi hanno superato il nuovo debito è stato il più basso da un decennio.

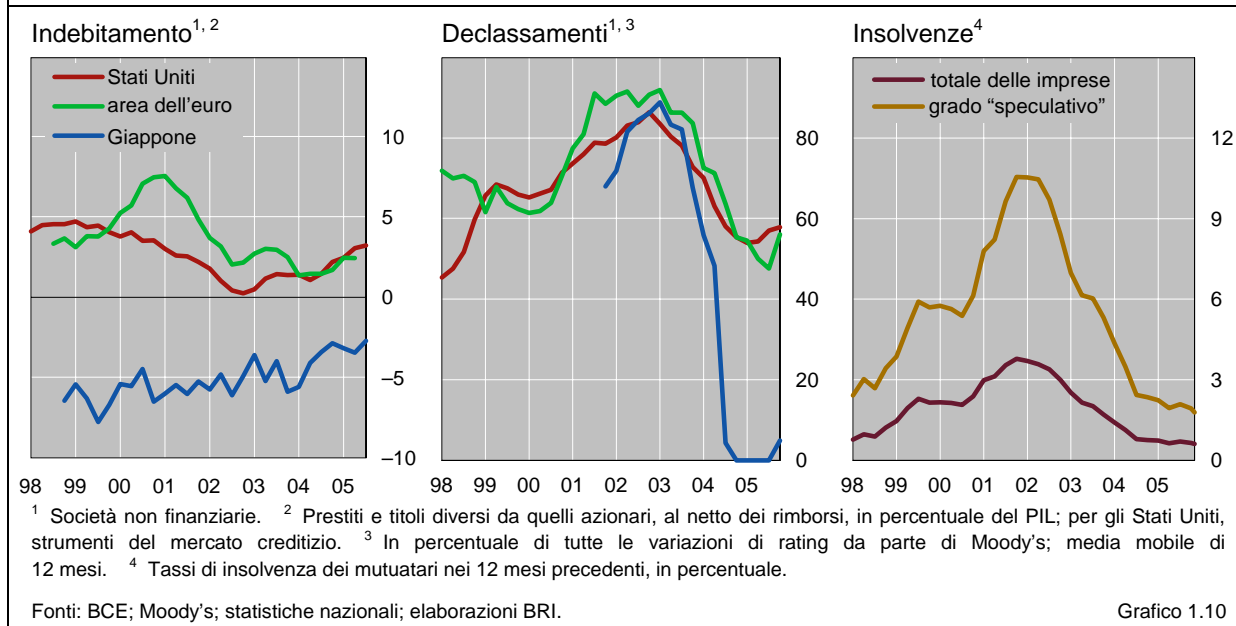
L'accelerazione dell'attività di fusione e acquisizione e dell'indebitamento societario ha avuto finora un impatto relativamente neutro sulle condizioni di finanziamento del settore. A dire il vero, gli avvenimenti della prima metà del 2005 avevano in certa misura attenuato la propensione degli investitori per il rischio di credito, specie statunitense, contribuendo a far salire gli spread societari dai loro minimi ciclici (grafico 1.6). Nondimeno, tale propensione è rimasta elevata e nelle prime settimane del 2006 i differenziali di rendimento su obbligazioni societarie e *credit default swap* si sono mossi entro una fascia ristretta, non distante dai loro minimi ciclici.

L'evidente fiducia degli investitori scaturisce in parte dalla percezione che le operazioni di finanziamento delle imprese non hanno pregiudicato in modo apprezzabile il loro merito di credito. La forte crescita dell'indebitamento, parzialmente attribuibile a fattori di natura ciclica, è stata alimentata da esigenze di investimento e di capitale circolante. Per giunta, essa si è accompagnata a un forte aumento dei profitti. Inoltre, alcuni settori potrebbero trarre vantaggio da un ulteriore consolidamento, specie in Europa e in

... non ha un
impatto negativo
sugli spread
societari

I tassi di insolvenza
restano bassi ...

Merito di credito delle imprese



Giappone, e le acquisizioni potrebbero quindi rafforzare la posizione finanziaria delle imprese che ne fanno parte. Va anche considerato che il premio corrisposto sul prezzo delle azioni delle società oggetto di acquisizione nel 2005 è risultato pressoché invariato rispetto all'anno precedente, e ben inferiore a quello versato all'apice dell'ultima ondata di aggregazioni. Infine, i tassi di insolvenza sono rimasti su livelli eccezionalmente bassi, oscillando intorno al 2% durante tutto il 2005 e smentendo così le previsioni iniziali di aumento formulate dalla maggior parte degli analisti (grafico 1.10).

Stanno tuttavia emergendo segnali di pressioni sul merito di credito delle imprese. Ad esempio, l'incidenza dei declassamenti di società non finanziarie sull'insieme delle decisioni riguardanti i rating è lievemente cresciuta nel 2005, non solo negli Stati Uniti ma anche in Europa (grafico 1.10).

Oltre a ciò, è possibile che con il tempo le operazioni di fusione e acquisizione non abbiano conseguenze altrettanto benigne sotto il profilo del merito di credito. I fondi di *private equity* hanno beneficiato di afflussi record nel 2005: due singoli fondi hanno addirittura raccolto più di \$10 miliardi ciascuno. Poiché questi veicoli di investimento si trovano a competere con le imprese nel campo delle acquisizioni, è probabile che i premi corrisposti aumentino. Anche gli *hedge fund* sono sempre più interessati a questo tipo di attività, attratti dagli elevati rendimenti spuntati dai fondi di *private equity* negli ultimi anni. Inoltre, il capitale di cui dispongono ora i fondi di *private equity* li colloca in una posizione migliore per lanciare offerte su società considerate in precedenza troppo grandi per divenire oggetto di LBO. Già nel 2005 gli investitori di *private equity* hanno concluso varie operazioni di ammontare superiore ai \$10 miliardi, fra cui l'acquisizione con capitale di prestito della società telecom danese TDC in novembre, per un valore di \$12 miliardi. Infine, tali investitori stanno altresì innalzando il loro grado di leva.

... ma emergono segni di deterioramento della qualità creditizia