

## 1. Quadro generale degli sviluppi: disinvestimento dalle attività rischiose

I rendimenti sui titoli di Stato sono aumentati sensibilmente fino a metà maggio, di riflesso sia alle attese di una crescita robusta sia ai timori per l'inflazione. Inizialmente l'ascesa dei rendimenti non ha avuto effetti di rilievo sui prezzi delle attività rischiose o sulla propensione al rischio degli investitori, giacché la solidità delle grandezze economiche fondamentali ha più che compensato l'impatto dei maggiori tassi di sconto. I mercati di azioni e materie prime hanno continuato a segnare rialzi fino a maggio e gli spread applicati ai titoli societari di qualità inferiore e al debito dei mercati emergenti si sono ulteriormente assottigliati. A cavallo tra aprile e maggio il dollaro si è indebolito significativamente rispetto ad altre importanti valute, con scarsi effetti manifesti su altri mercati.

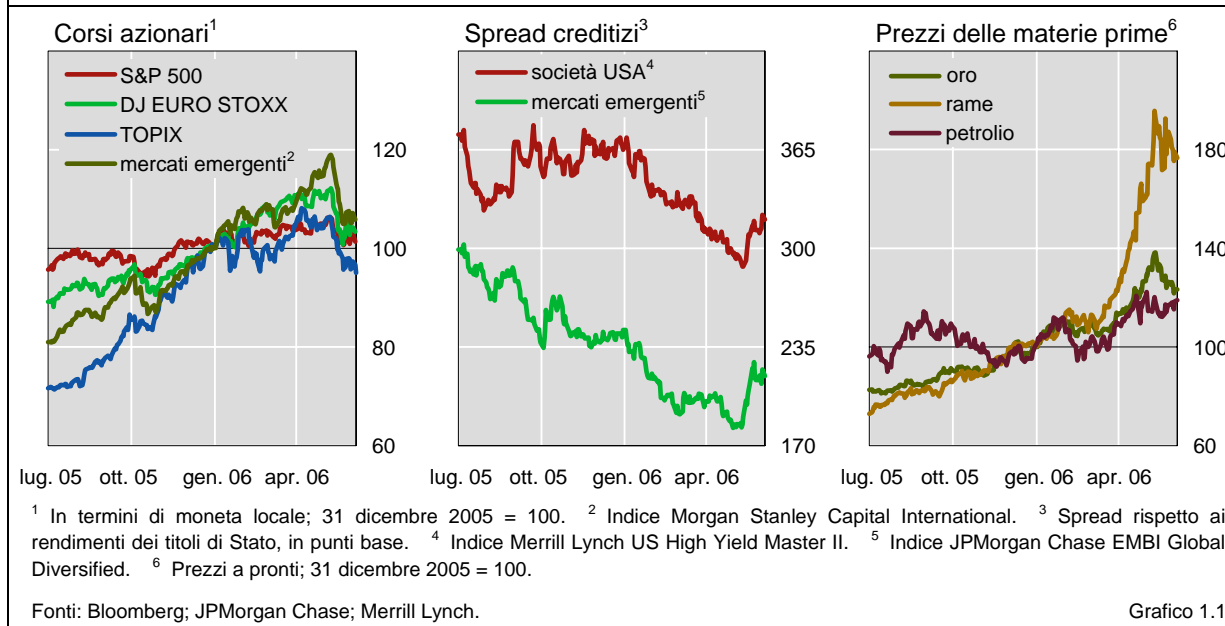
A metà maggio i timori circa il ritmo dei guadagni segnati di recente da un'ampia gamma di mercati sono culminati in un brusco arresto della fase rialzista, che ha comportato un calo delle quotazioni in tutto il mondo. I più colpiti sono stati i mercati azionari dell'area emergente, ma anche altri mercati hanno accusato perdite. Più che da una correzione dei fondamentali, il deprezzamento delle attività più rischiose sembra scaturire da un calo della tolleranza al rischio degli investitori, tradottosi in una ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti con alto merito di credito, quali i titoli pubblici.

### I fondamentali dell'economia sostengono le quotazioni

Agli inizi del 2006 si impennano i prezzi delle attività più rischiose ...

Nei primi quattro mesi del 2006 gli investitori hanno continuato a privilegiare le attività più rischiose, tanto che i prezzi di azioni, materie prime e titoli ad alto rendimento hanno tutti segnato un'impennata, sulla scia dei rialzi già sbalorditivi registrati nel 2005. Ad esempio, tra fine 2005 e metà maggio 2006 i titoli azionari dei mercati emergenti hanno guadagnato il 19% e quelli dell'area dell'euro il 12% (grafico 1.1). Nello stesso periodo le quotazioni del rame sono quasi raddoppiate e quelle dell'oro hanno sfiorato il 40% di aumento. Gli spread sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e sul debito in dollari dell'area emergente sono calati di oltre 60 punti base, a livelli prossimi – o in alcuni casi inferiori – ai minimi storici.

## Mercati delle attività rischiose



Nell'arco dello stesso periodo sono saliti in misura sostanziale anche i rendimenti dei titoli pubblici nei principali mercati. Quelli della *Treasury note* decennale sono infine usciti dall'intervallo entro cui oscillavano da metà 2004, raggiungendo il 12 maggio il picco del 5,2%, in rialzo di 80 punti base da fine 2005 e di circa 30 punti base dal precedente massimo del 2004 (grafico 1.2, diagramma di destra). Nel comparto dell'euro i rendimenti sul *Bund* decennale hanno anch'essi guadagnato 80 punti base circa tra fine 2005 e metà maggio 2006, salendo al 4,1%. In Giappone l'incremento è stato di 50 punti base e ha portato il rendimento a 10 anni in prossimità del 2%, un livello non più osservato dagli ultimi anni novanta.

... e aumentano i rendimenti dei titoli pubblici

L'iniziale ascesa dei rendimenti pubblici e il notevole incremento dei prezzi delle attività rischiose sono stati in certa misura favoriti dalla maggiore robustezza delle grandezze fondamentali. I dati macroeconomici pubblicati hanno alimentato la fiducia nel vigore dell'economia mondiale. Le previsioni prevalenti per l'espansione economica giapponese sono migliorate fortemente nel primo trimestre, segnando ulteriori progressi nei mesi successivi (grafico 1.3, diagramma di sinistra). Nell'area dell'euro gli ottimi risultati emersi da alcune indagini hanno indotto gli analisti a rivedere al rialzo le previsioni di crescita, nonostante i dati effettivi si siano poi rivelati notevolmente inferiori a quelli preliminari. L'indice Ifo sul clima di mercato in Germania ha toccato in aprile il massimo dal boom della riunificazione nei primi anni novanta, determinando un balzo di 5 punti base nei rendimenti sul *Bund* il 25 aprile. Per gli Stati Uniti gli economisti prevedevano che, nonostante un modesto rallentamento, la crescita economica sarebbe rimasta prossima al potenziale.

La fase ascendente iniziale è sorretta da una robusta crescita ...

L'annuncio di profitti societari migliori del previsto per il primo trimestre 2006 ha sospinto ulteriormente la fase rialzista nei mercati azionari e creditizi. In aprile gli analisti hanno innalzato le previsioni sugli utili nell'area dell'euro a ritmi non più osservati da tempo (grafico 1.3, diagramma di destra), mentre

... ingenti profitti ...

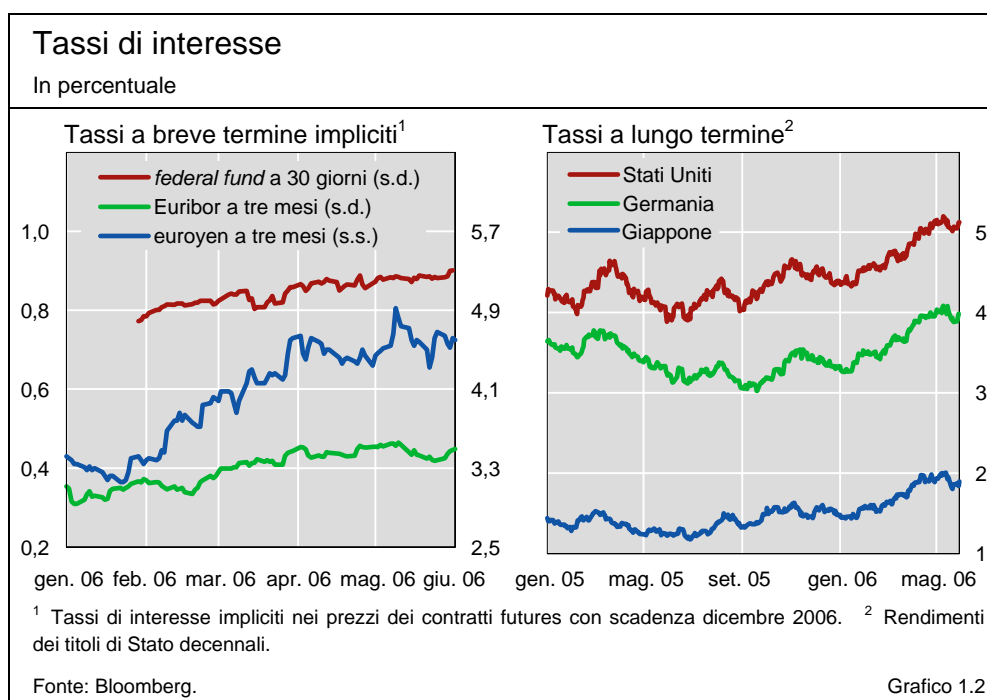
negli Stati Uniti le correzioni verso l'alto hanno interessato il più elevato numero di imprese dagli inizi del 2005. Solo in Giappone il miglioramento del quadro economico era già stato anticipato dagli investitori azionari, per cui il TOPIX ha faticato a superare i valori di fine 2005.

... bassi tassi di inadempienza ...

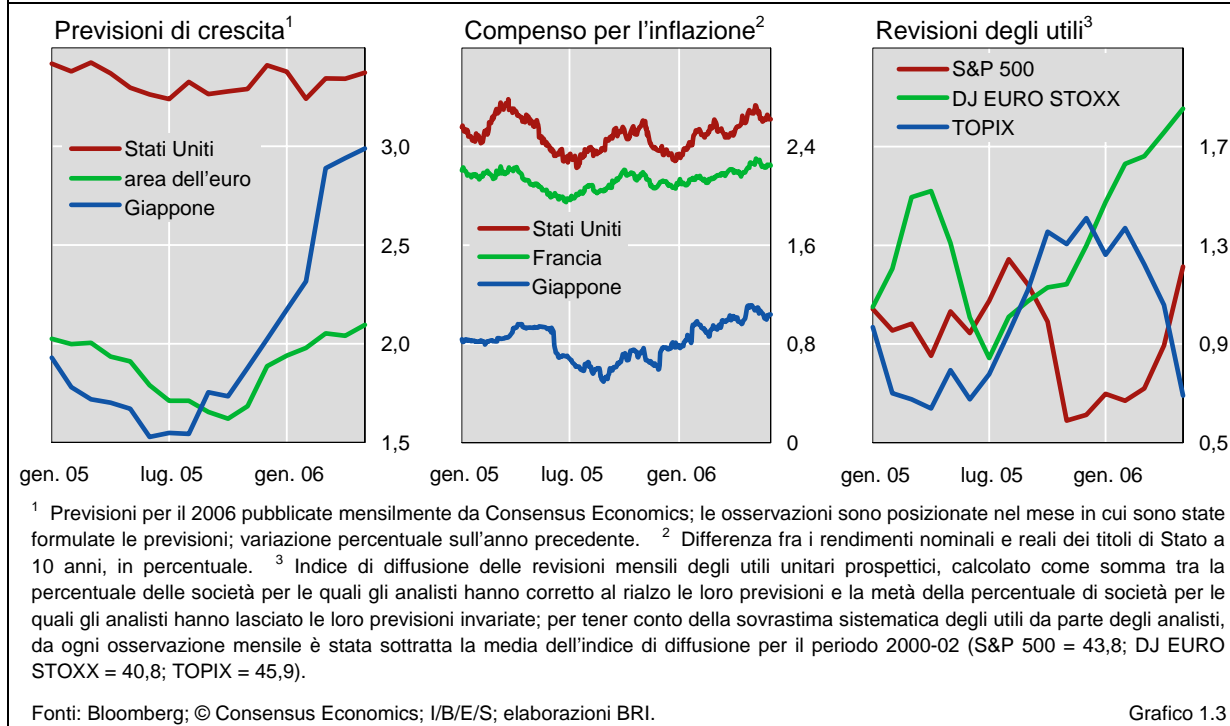
Un'ulteriore conferma del vigore delle finanze societarie è venuta dal calo ai minimi degli ultimi anni dei tassi di inadempienza, che si prevedeva sarebbero però tornati ad aumentare. Negli Stati Uniti meno dell'1% degli emittenti provvisti di rating si è dichiarato insolvente nei dodici mesi fino ad aprile 2006, il livello più basso dal 1997, con un lieve decremento dall'1,1% di un anno prima. Altrove, nello stesso periodo non si è osservata alcuna insolvenza sulle obbligazioni in essere di emittenti con rating. Ciò detto, lo scorso anno sono cominciati a emergere segnali secondo cui la qualità del credito societario avrebbe già raggiunto il punto di svolta superiore. Ad esempio, tra maggio 2005 e aprile 2006 i declassamenti rappresentavano il 57% di tutte le variazioni di rating stabilite da Moody's per le imprese USA e il 54% di quelle per le società europee, contro il 54 e 43% rispettivamente dei dodici mesi precedenti.

... e prospettive invariate per i tassi ufficiali

I mercati delle attività rischiose hanno ricevuto ulteriore impulso dalla limitatezza dell'impatto che l'evidente vigore delle condizioni economiche di fondo ha avuto sulle prospettive per i tassi ufficiali. Dopo essersi mossi al rialzo in marzo, i futures sui tassi di interesse a breve termine sono rimasti pressoché invariati in aprile e maggio, segnalando che gli operatori non avevano sostanzialmente corretto le aspettative riguardo al ritmo dell'inasprimento della politica monetaria (grafico 1.2, diagramma di sinistra). Nel marzo 2006 la Bank of Japan aveva annunciato la fine della sua politica di allentamento quantitativo e il ritorno a strumenti più convenzionali, senza tuttavia provocare un impatto immediato sul mercato, dal momento che la



## Prospettive macroeconomiche



decisione era stata ampiamente anticipata e che la banca centrale aveva sottolineato l'intenzione di mantenere a zero il tasso obiettivo per un certo periodo di tempo.

Negli Stati Uniti i futures sui *federal fund* e i corsi azionari hanno reagito vigorosamente alle notizie sull'inflazione, ma gli effetti non si sono di norma protratti a lungo. Ad esempio, il 7 aprile si è ritenuto che i dati fortemente positivi sul mercato del lavoro rendessero più probabili ulteriori aumenti dei tassi da parte della Federal Reserve, cosa che ha indotto un calo dell'1% nell'indice S&P 500. Successivamente, i verbali della riunione di marzo della Fed pubblicati il 18 aprile sono stati interpretati come indicativi di un approssimarsi della fine del ciclo di inasprimento, provocando un rialzo dell'1,8% dello stesso indice.

Nei mercati obbligazionari, tuttavia, a partire da aprile le preoccupazioni riguardo alle pressioni inflazionistiche sono divenute una determinante chiave dei rendimenti a più lungo termine, specie negli Stati Uniti. Mentre fra metà gennaio e fine marzo il contributo alla crescita dei rendimenti dei *Treasuries* fornito dal compenso richiesto dagli investitori per l'inflazione era stato pari ad appena un quarto, fra inizio aprile e metà maggio esso è salito a due terzi (grafico 1.3, diagramma centrale). Anche nell'area dell'euro e in Giappone è aumentato il tasso di inflazione di pareggio calcolato in base ai rendimenti dei titoli pubblici nominali e indicizzati all'inflazione, sebbene in misura nettamente inferiore: meno di 10 punti base da metà aprile a metà maggio, contro circa 20 punti base negli Stati Uniti. Ciò malgrado, il compenso per l'inflazione nei principali mercati è rimasto relativamente contenuto e all'interno dell'intervallo dei valori osservato nell'anno precedente.

A partire da aprile i timori per l'inflazione spingono verso l'alto i rendimenti

## Continua la corsa al rendimento agli inizi del 2006

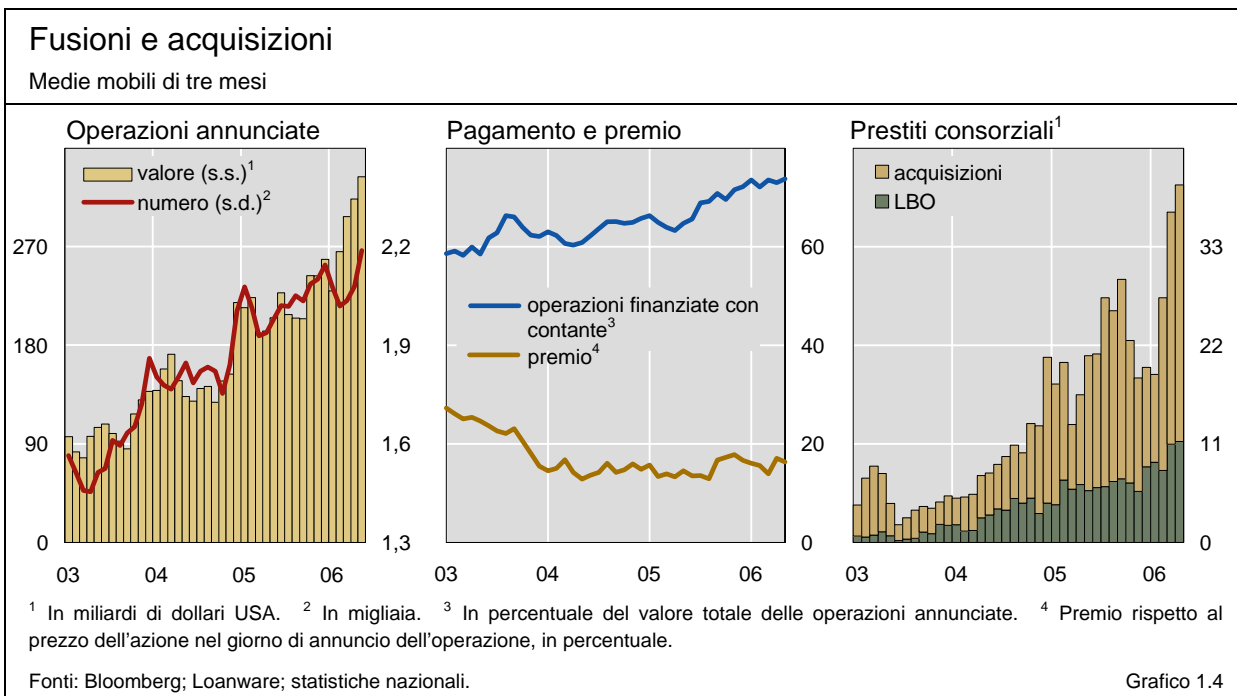
Oltre al vigore delle grandezze fondamentali, a contribuire alla fase rialzista dei mercati azionari e creditizi nei primi quattro mesi del 2006 sembra essere intervenuta un'accentuata propensione al rischio. Per buona parte degli ultimi due anni la domanda degli investitori in cerca di maggiori rendimenti aveva innalzato i prezzi delle attività rischiose. Questo processo è continuato nella prima parte di quest'anno, anche quando il livello dei rendimenti obbligazionari nominali è aumentato e le condizioni monetarie globali si sono ulteriormente inasprite.

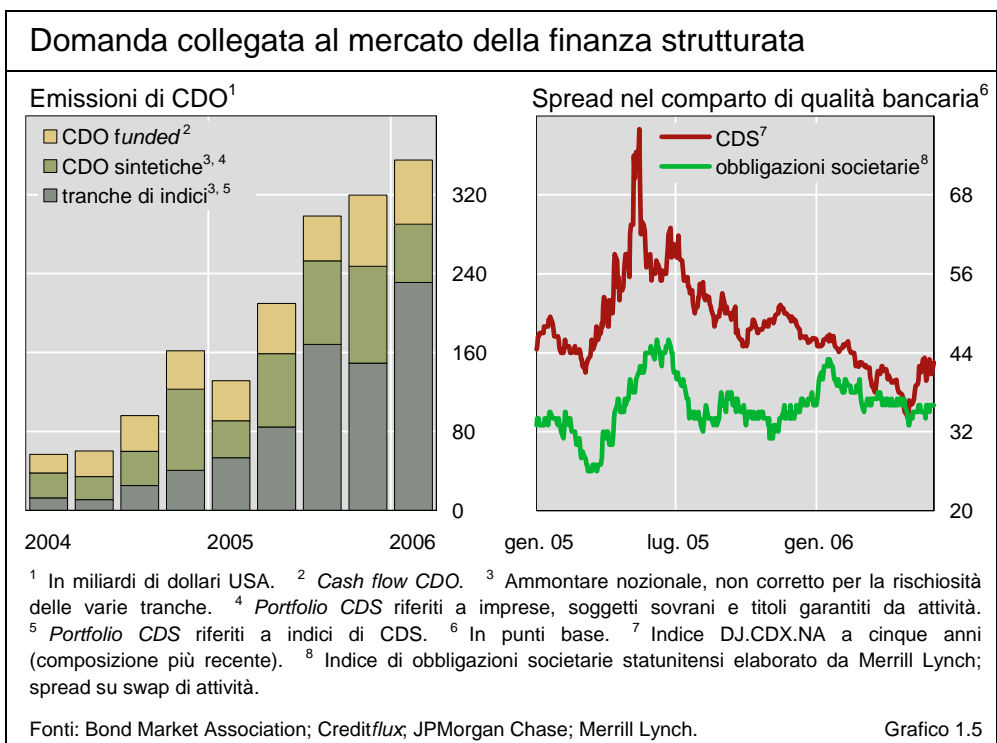
La ricerca di più alti rendimenti favorisce un calo degli spread creditizi ...

La ricerca di maggiori rendimenti si è manifestata con più evidenza nei mercati emergenti, dove nella prima parte del 2006 gli emittenti hanno potuto raccogliere importi record a condizioni estremamente favorevoli tramite il collocamento internazionale di titoli debitori, per buona parte in moneta locale (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Sono diminuiti anche gli spread applicati ai paesi in cui le grandezze fondamentali hanno evidenziato una relativa debolezza. Ad esempio, tra la fine del 2005 e i primi di maggio del 2006 gli spread sui *credit default swap* (CDS) delle Filippine sono calati di 100 punti base, a 150 punti circa, nonostante la lentezza dei progressi sul fronte del consolidamento fiscale.

... nonostante l'accelerazione dell'attività di emissione

Anche sui mercati del debito societario gli investitori hanno accettato spread inferiori, pure in presenza di un deciso aumento dell'attività di raccolta. Negli Stati Uniti le emissioni lorde di titoli privati nei primi cinque mesi dell'anno risultavano cresciute di circa il 40% rispetto allo stesso periodo del 2005. I prestiti bancari sono parimenti aumentati con rapidità, andando in ampia misura a finanziare fusioni e acquisizioni. Nei primi cinque mesi del 2006 il volume di queste operazioni era superiore di circa il 50% a quello del corrispondente periodo del 2005 (grafico 1.4, diagramma di sinistra). Durante il precedente boom dell'attività di fusione e acquisizione nel 1999-2000,





approssimativamente il 70% delle operazioni era stato saldato in azioni, contro appena il 30% dal 2005. Di recente, gran parte delle aggregazioni societarie è stata regolata per contanti, spesso reperiti sui mercati dei titoli di debito.

Particolarmente sostenuta è stata la domanda di obbligazioni societarie ad alto rendimento. Se nei primi cinque mesi di quest'anno i differenziali sui titoli privati di qualità bancaria sono variati in misura trascurabile, quelli sui titoli ad alto rendimento sono calati significativamente, portandosi a pochi punti base dal minimo del marzo 2005. Inoltre, nella prima parte del 2006 sono scesi ai minimi storici gli spread sui nuovi prestiti erogati a emittenti di grado "speculativo" (c.d. *leveraged loan*), pur di fronte a un marcato aumento dei relativi volumi. Ad esempio, nel primo quadrimestre la media mensile dei finanziamenti destinati a operazioni di *leveraged buyout* (LBO) si è attestata intorno ai \$10 miliardi, contro i \$7 miliardi registrati nel 2005 (grafico 1.4, diagramma di destra). I finanziamenti a fronte di operazioni di questo tipo hanno raggiunto volumi comparabili a quelli osservati durante la precedente ondata di LBO nel 1989.

La forte domanda ha rispecchiato anche il grande interesse degli investitori per i prodotti strutturati. I nuovi prestiti a emittenti con basso merito di credito sono stati in buona parte sottoscritti da gestori di *collateralised debt obligation* (CDO), che li hanno poi ristrutturati in titoli a più alto rating, spesso tripla A. Di norma, le CDO vengono negoziate a spread molto maggiori rispetto a quelli di obbligazioni private con rating analogo, e questo spiega la loro popolarità presso gli investitori che cercano di massimizzare il rendimento per una data classe di qualità creditizia.

Nel primo trimestre 2006 le emissioni di CDO sono state eccezionalmente alte, specie quelle di strumenti garantiti da CDS, le cosiddette CDO sintetiche (grafico 1.5). La domanda di prodotti strutturati è stata tanto forte da far

Prestiti record per le operazioni di *leveraged buyout*

Resta sostenuta la domanda di prodotti strutturati

temporaneamente divergere le dinamiche dei differenziali sulle obbligazioni *investment grade* e sui CDS. Dopo le turbolenze dei mercati obbligazionari del secondo trimestre 2005, gli spread sui CDS sono andati pressoché costantemente restringendosi, mentre quelli obbligazionari non hanno dato segni di riavvicinamento ai precedenti minimi. Nella scelta del sottostante, i gestori di CDO tendono a preferire agli strumenti liquidi proprio i CDS, poiché i prodotti basati su questi strumenti presentano notevoli vantaggi, quali un collocamento più rapido e una personalizzazione e una copertura più agevoli. A quanto pare, la vivace attività di emissione di CDO nei primi mesi del 2006 ha esercitato pressioni al ribasso maggiori sugli spread dei CDS che non sugli spread obbligazionari.

### Si intravedono indizi di difficoltà a venire

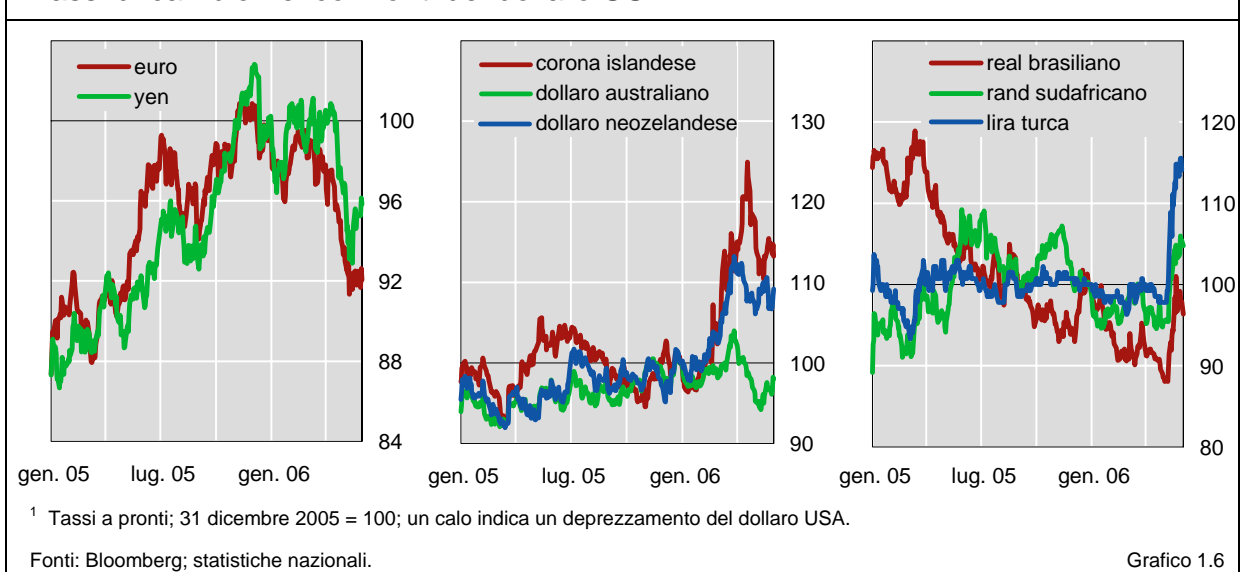
Emergono preoccupazioni per il livello delle valutazioni di ...

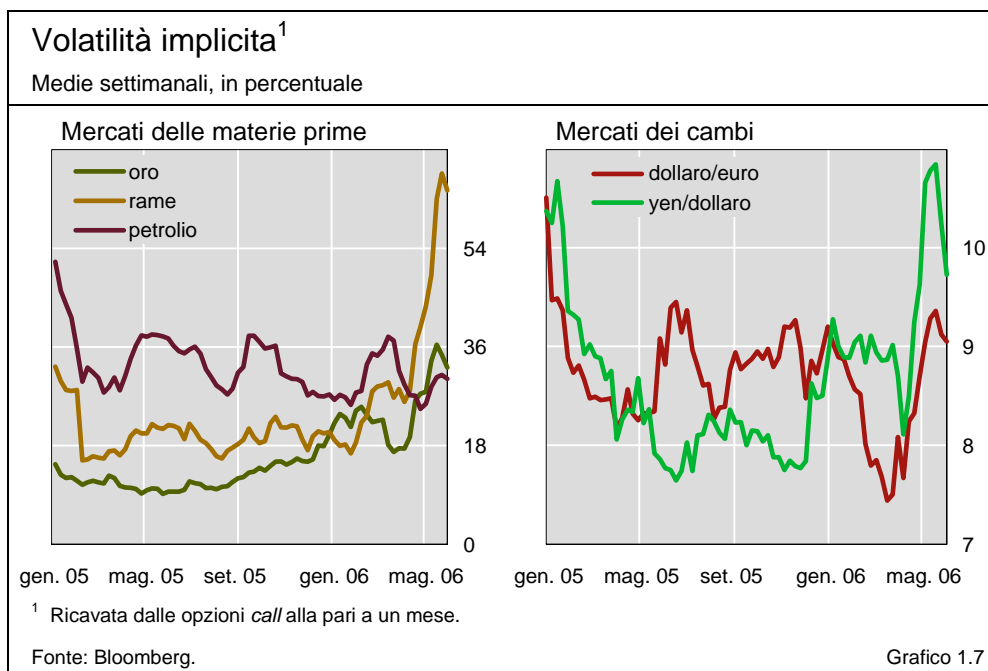
Anche durante l'ascesa dei mercati del credito e delle azioni fra gennaio e i primi di maggio si sono potuti scorgere indizi di difficoltà a venire. In alcuni mercati l'ottimismo che aveva sorretto i prezzi delle attività più rischiose è venuto meno allorché i rialzi hanno portato le valutazioni su livelli ancora maggiori. Il conseguente aumento dell'incertezza circa i rendimenti futuri ha avuto la tendenza a esasperare la risposta degli investitori di fronte agli sviluppi negativi intervenuti nei mercati.

... divise ad alto rendimento ...

Il potenziale di contagio da un mercato all'altro degli andamenti avversi è emerso in tutta la sua evidenza verso la fine di febbraio, in occasione della liquidazione di *carry trade* aventi a oggetto la corona islandese. Nei due giorni che hanno seguito l'annuncio da parte di Fitch di un *outlook* negativo per il rating sovrano dell'Islanda la corona si è deprezzata del 7% (grafico 1.6). Un simile evento non dovrebbe normalmente influire su altri mercati valutari. Eppure, nel giro di poche ore la chiusura di posizioni in corone islandesi ha provocato cadute brusche, per quanto brevi, di altre valute a rendimento elevato come quelle di Australia, Brasile, Nuova Zelanda, Sudafrica e Ungheria.

Tassi di cambio nei confronti del dollaro USA<sup>1</sup>





Non sempre vi è stato un chiaro elemento scatenante, come nell'episodio appena descritto. Ad esempio, verso la fine di febbraio il mercato azionario dell'Arabia Saudita ha cominciato ad accusare forti perdite, che poco dopo si sono propagate a quasi tutti i mercati del Medio Oriente. A metà maggio, le quotazioni azionarie nel paese si situavano su livelli inferiori del 50% al loro massimo. Malgrado la gravità della correzione, è difficile individuare il fattore che ha precipitato il corso degli eventi. La caduta del mercato è sembrata indipendente da variazioni delle grandezze economiche fondamentali, ed è anzi coincisa con un ulteriore rincaro del petrolio, che normalmente avrebbe dovuto favorire le prospettive economiche dell'Arabia Saudita e degli altri paesi esportatori di greggio. Invece, proprio come nel 2005 una spirale virtuosa di ottimismo e di comportamenti gregari degli investitori aveva fatto raddoppiare le quotazioni azionarie mediorientali, nella prima parte del 2006 un processo di natura analoga, ma di segno opposto, ha avuto effetti contrari. Nonostante le condizioni economiche favorevoli, la crescita degli utili nei mercati mediorientali non aveva tenuto il passo con quella dei listini; gli investitori locali, forti delle ingenti disponibilità derivanti dai redditi petroliferi, avevano in effetti spinto i rapporti prezzo/utili ben oltre i valori giustificati dai fondamentali. Il livello elevato delle valutazioni ha così finito per compromettere lo stesso ottimismo che aveva favorito i precedenti rialzi.

... azioni nei mercati del Medio Oriente ...

Anche sui mercati delle materie prime è stato evidente un certo disagio per il livello delle valutazioni. La volatilità implicita nei mercati del rame e dell'oro è aumentata bruscamente a metà aprile (grafico 1.7), in concomitanza con un aumento delle quotazioni. È questo un aspetto inusuale, dal momento che i rialzi si accompagnano solitamente a un calo della volatilità. La correlazione positiva tra volatilità implicita e prezzi sta invece a indicare che il grado di disagio degli investitori nei confronti delle valutazioni è cresciuto di pari passo con l'aumento delle quotazioni, forse perché si considerava che le

... materie prime ...



condizioni di fondo dell'offerta e della domanda favorissero i corsi del petrolio più che quelli delle altre materie prime.

... e dollaro USA

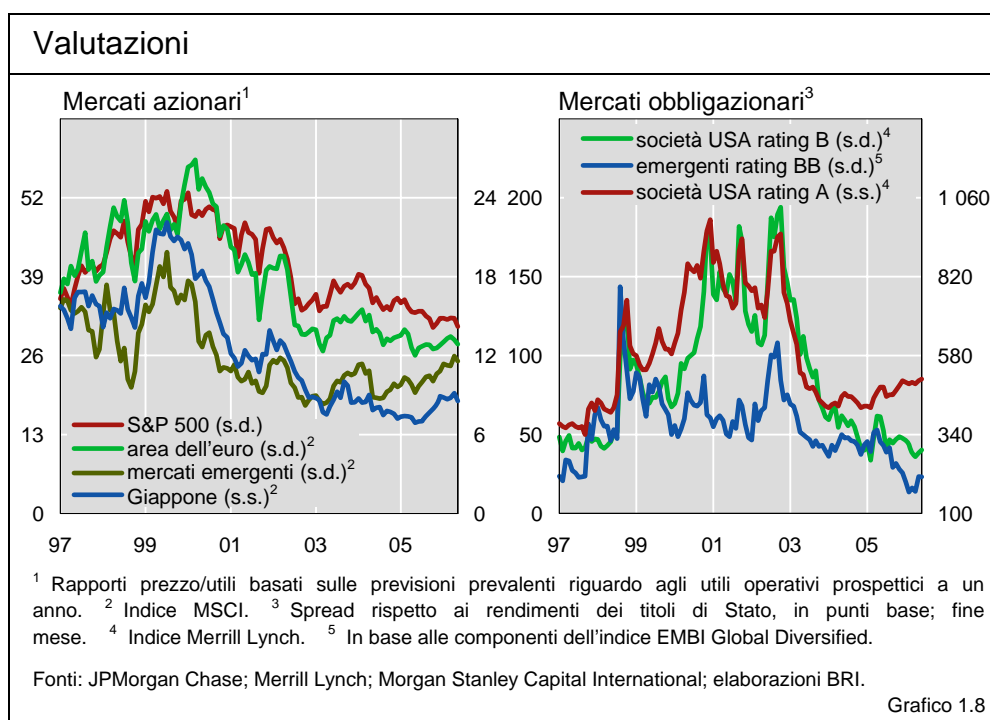
La volatilità è parimenti cresciuta sui mercati valutari verso la fine di aprile. Il dollaro USA ha perso il 6% circa rispetto all'euro e allo yen fra metà aprile e metà maggio, pressoché contemporaneamente all'emergere di timori per l'inflazione nei mercati obbligazionari in dollari (grafico 1.6). Parallelamente al calo del dollaro, la volatilità implicita nei mercati dei cambi si è impennata, raggiungendo il livello più elevato dagli inizi del 2005 (grafico 1.7).

## Generale rivalutazione del rischio

I più colpiti sono i mercati azionari ...

Sullo sfondo della crescente incertezza per le valutazioni in alcuni comparti, a metà maggio molti mercati hanno segnato un'inversione di marcia. Intorno al 10 maggio i prezzi dei titoli pubblici con rating elevato hanno iniziato a crescere, mentre quelli delle attività più rischiose sono calati. La portata del mutamento del clima di mercato è stata per certi versi sorprendente: i ribassi hanno coinvolto quasi tutti i mercati, persino quelli dove gli investitori non sembravano nutrire dubbi riguardo alle valutazioni. Ad esempio, nei paesi industriali le azioni non apparivano palesemente sopravvalutate; nei primi mesi del 2006 i rapporti prezzo/utigli erano addirittura calati nelle piazze principali (grafico 1.8). Nondimeno, i mercati azionari sono stati i più duramente colpiti dall'ondata di vendite. Fra il 10 e il 22 maggio l'indice DJ EURO STOXX ha perso il 10%, il TOPIX il 6% e l'S&P 500 il 5% (grafico 1.1).

Al confronto dei mercati azionari, quelli delle obbligazioni private apparivano teoricamente più vulnerabili a una riconsiderazione del rischio, visto che gli spread erano rimasti in prossimità dei minimi ciclici nonostante



l'aumento dell'attività di LBO. Tuttavia, l'ampliamento dei differenziali è stato relativamente modesto. Gli spread sui titoli ad alto rendimento di società statunitensi sono aumentati di 25 punti base, in misura decisamente inferiore rispetto alla fase di turbolenze verificatasi nei mercati creditizi nell'aprile e nel maggio 2005. Analogamente, pur evidenziando un calo dai massimi raggiunti, i corsi delle materie prime sono rimasti ben al di sopra dei livelli di fine 2005.

La correzione di metà maggio è stata particolarmente severa nei mercati emergenti, sebbene anche qui i prezzi dei titoli debitori abbiano resistito meglio di quelli delle azioni. Fra il 10 e il 22 maggio l'indice azionario MSCI per i mercati emergenti è diminuito dell'11% in termini di moneta locale (grafico 1.1), e ancora maggiori sono state le perdite accusate da singoli mercati nazionali, come quelli russo (-24%) e indiano (-17%). Molte valute hanno perso considerevole terreno nei confronti del dollaro USA, con un deprezzamento del 14 e 12% rispettivamente della lira turca e del real brasiliano (grafico 1.6). Al tempo stesso, in vari paesi i rendimenti sui titoli obbligazionari in moneta locale sono sensibilmente aumentati. Gli spread sul debito estero denominato in dollari sono saliti di circa 30 punti base, rimanendo peraltro inferiori al livello di fine 2005 (grafico 1.8).

È difficile individuare uno specifico fattore scatenante per la brusca correzione iniziata a metà maggio. I ribassi segnati dai vari mercati non sono stati né sincroni né improvvisi: alcuni comparti hanno toccato un picco il 9 maggio, altri qualche giorno dopo; alcuni hanno subito cali giornalieri insolitamente ampi, altri solo lievi. Ciò indica che la causa principale della correzione non è stato l'arrivo di nuove informazioni, tanto più che in quel periodo le grandezze fondamentali non hanno subito variazioni di rilievo. Vero è che erano presenti timori riguardo all'inflazione: ad esempio, il 15 maggio l'annuncio di un aumento superiore alle attese dei prezzi al consumo statunitensi ha provocato un calo dell'1,7% dell'S&P 500 e flessioni persino maggiori dei mercati azionari europei e latinoamericani. Tuttavia questi timori erano emersi ben prima di allora. Inoltre, essi erano più pronunciati negli Stati Uniti, dove però si sono registrati i ribassi più modesti.

Escluse le grandezze fondamentali, sembra dunque che fra le cause principali dell'ondata di vendite figurino l'avversione al rischio. Se i ribassi hanno avuto un elemento caratterizzante, questo è stato che le maggiori flessioni si sono registrate proprio laddove maggiori erano stati i rialzi dei mesi precedenti. I cali delle quotazioni in taluni mercati sembrano avere avuto effetti di contagio, acuendo l'incertezza circa la sostenibilità dei recenti guadagni osservati in altri mercati e sollecitando quindi gli investitori a liquidare precipitosamente i propri investimenti nel tentativo di preservare i profitti.

Il marcato aumento della volatilità implicita che ha accompagnato i ribassi è coerente con una generale rivalutazione del rischio. In gran parte dei principali mercati azionari la volatilità implicita ha raggiunto i livelli più elevati dalla metà del 2004, quando si era verificata l'ondata globale di vendite sui mercati obbligazionari (grafico 1.9). In Giappone essa è rimasta inferiore ai valori di gennaio, allorché il TOPIX aveva toccato un massimo, ma è comunque

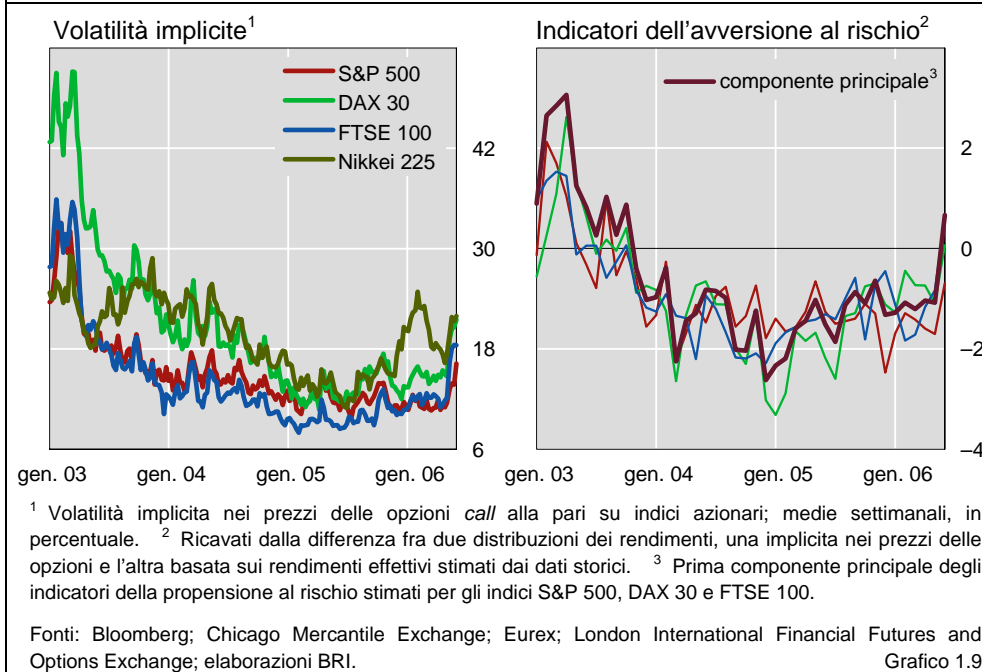
... specie nei paesi emergenti

Grandezze fondamentali invariate ...

... fanno ritenere che la principale determinante sia la minore propensione al rischio ...

... coerentemente con l'aumento delle volatilità implicite

## Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



aumentata. La volatilità implicita per l'S&P 500 ha raggiunto il picco del 20% nel corso della giornata di contrattazione del 24 maggio, dopo aver oscillato intorno all'11% nei primi quattro mesi del 2006. Essa è successivamente calata, ma il 2 giugno continuava a essere sensibilmente maggiore che nella prima parte dell'anno.

La volatilità implicita è influenzata sia dalle percezioni riguardo alla volatilità futura del mercato, sia dall'avversione degli investitori nei confronti di tale volatilità. Questi due influssi possono essere isolati confrontando la distribuzione dei rendimenti attesi implicita nei prezzi delle opzioni con quella dei rendimenti storici. Le misure dell'avversione al rischio così ricavate sono nettamente cresciute nei vari mercati verso la fine di maggio (grafico 1.9). La loro componente comune è aumentata al livello più elevato da metà 2003, a indicare che, per quanto i timori per l'inflazione possano aver leggermente accresciuto la volatilità futura percepita dei rendimenti, l'incremento della volatilità implicita si deve a una maggiore avversione al rischio. Se protratto, tale aumento potrebbe indicare che la ricerca di rendimento che ha caratterizzato i mercati finanziari dal 2004 sia infine venuta meno, seppur in misura diversa a seconda dei segmenti di mercato.

