
Quadro generale degli sviluppi: nei mercati occhi puntati sulla politica monetaria

La tendenza al rialzo dei rendimenti che aveva caratterizzato i principali mercati dei titoli Stato per gran parte dell'anno ha segnato una battuta d'arresto in giugno. Ciò si deve in larga misura alle percezioni degli investitori di un indebolimento della crescita economica, in particolare negli Stati Uniti, e alla rivalutazione effettuata dai mercati della probabilità di ulteriori innalzamenti dei tassi da parte della Federal Reserve. L'opinione secondo cui l'economia statunitense si troverebbe a una svolta per quanto riguarda le prospettive di crescita a breve termine e la direzione della politica monetaria ha fatto sì che particolare enfasi fosse attribuita ai dati USA e ai segnali provenienti dalla Federal Reserve. Questi fattori, insieme alle decisioni di politica monetaria di altre importanti banche centrali e alle aspettative circa le loro mosse future, hanno sostanzialmente condizionato l'andamento dei mercati obbligazionari mondiali.

Nei mercati azionari internazionali le quotazioni si sono gradualmente riprese dopo la diffusa ondata di vendite di maggio e inizio giugno, ma la volatilità è rimasta su livelli più elevati di quelli precedenti le turbolenze. Le volatilità implicite hanno segnato un recupero solo parziale, segnalando un leggero aumento dell'incertezza degli investitori circa la direzione in cui si sarebbero mossi i corsi azionari nel breve termine. Ad alimentare il clima di incertezza possono aver contribuito i timori per il rallentamento economico negli Stati Uniti e i dubbi sull'evoluzione dei profitti societari in un contesto di rincari del petrolio e crescenti tensioni geopolitiche. Ciò nonostante, le quotazioni azionarie hanno tratto sostegno dalla flessione dei rendimenti obbligazionari, dalle prospettive di crescita generalmente favorevoli per l'area dell'euro e il Giappone, nonché dagli annunci positivi sugli utili del secondo trimestre.

Quanto ai mercati creditizi, mentre nell'area dell'euro si è osservata una sostanziale distensione, negli Stati Uniti gli spread sul debito ad alto rendimento non hanno registrato cali di rilievo dopo la fase di vendite di maggio e giugno, sospinti dal rincaro dell'energia collegato ai crescenti rischi geopolitici, nonché dai segnali di aumento del grado di leva finanziaria. Per contro, sulla scia di una serie di innalzamenti del rating di vari paesi, i mercati emergenti hanno riacquisito gran parte dell'esuberanza che li aveva contraddistinti nella parte iniziale dell'anno, e gli spread per i principali indici di titoli pubblici sono tornati in prossimità dei minimi storici. Sia nei paesi sviluppati sia in quelli

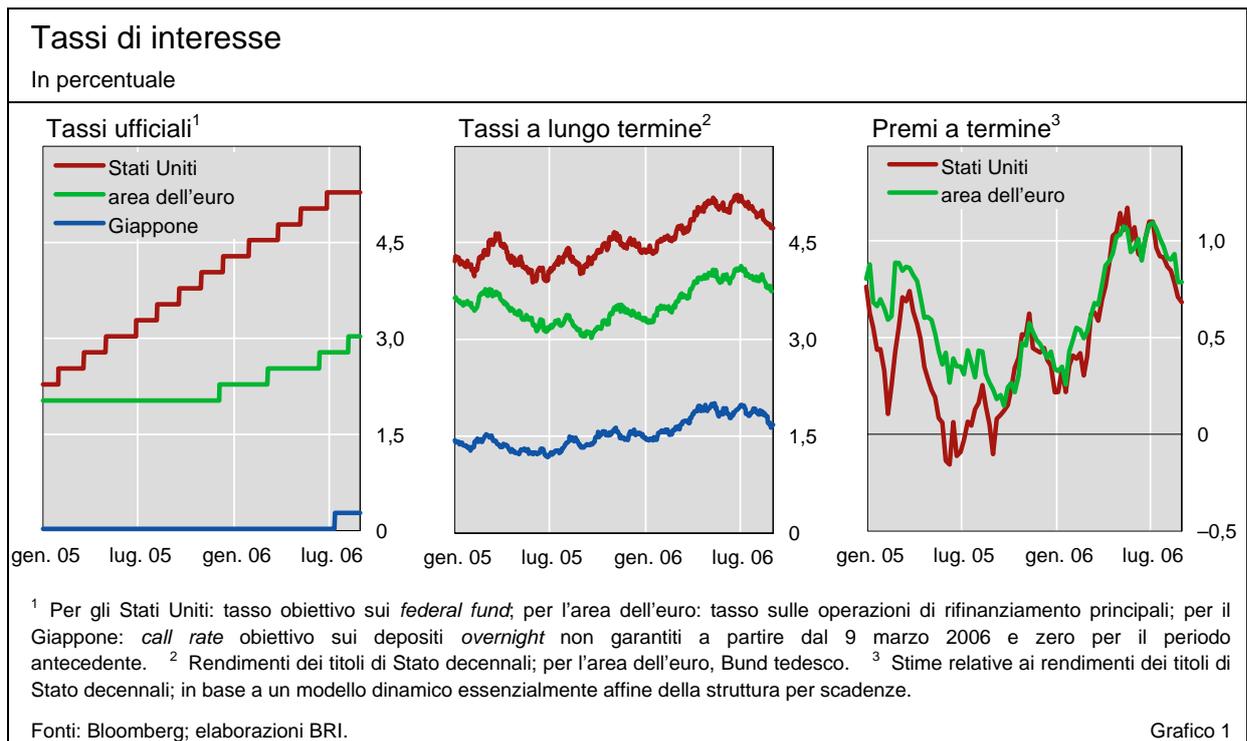
emergenti i mercati creditizi hanno beneficiato di notizie ritenute indicative di un inasprimento meno pronunciato della politica monetaria in futuro.

Si inverte la tendenza al rialzo dei rendimenti

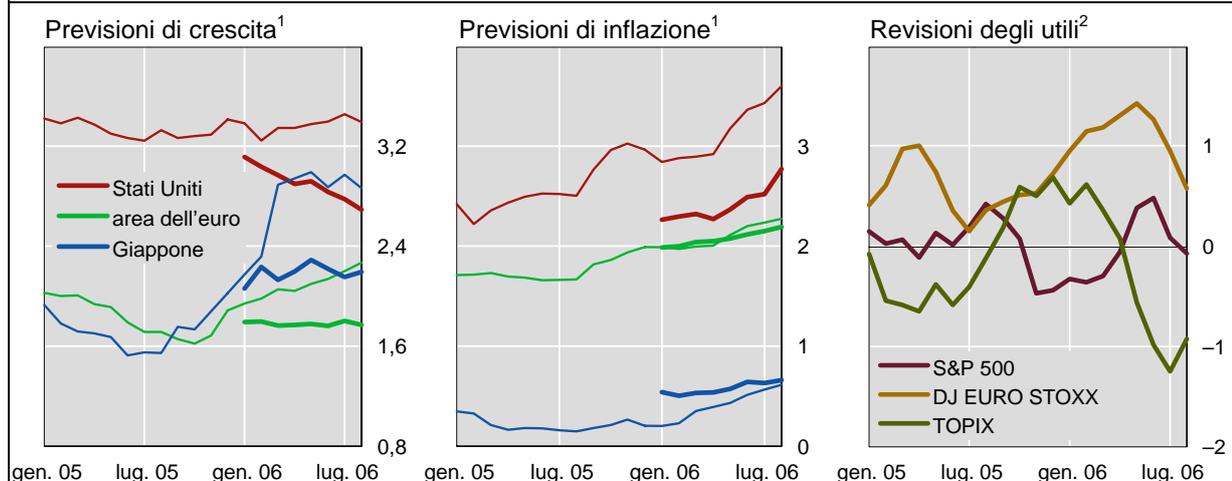
Verso la fine di giugno si è conclusa la generale tendenza al rialzo che aveva caratterizzato i rendimenti obbligazionari per gran parte dell'anno. Dopo essere costantemente cresciuti nei primi mesi del 2006, i rendimenti obbligazionari nelle principali economie sviluppate hanno accusato una flessione a maggio e agli inizi di giugno, quando le turbolenze nei mercati azionari internazionali hanno spinto gli investitori verso la relativa sicurezza offerta dai titoli di Stato a reddito fisso. Con lo stabilizzarsi dei mercati azionari i rendimenti hanno brevemente ritrovato un andamento ascendente, ma già a fine giugno si avviavano fermamente al ribasso. Il 1° settembre 2006 i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro erano scesi rispettivamente di oltre 50 e di quasi 40 punti base dai massimi precedentemente raggiunti nel corso dell'estate (grafico 1, diagramma centrale). Gli analoghi rendimenti giapponesi, che inizialmente avevano segnato un calo più modesto, oscillando entro un intervallo appena inferiore al 2%, hanno anch'essi cominciato a flettere verso la fine di agosto.

Termina la tendenza al rialzo dei rendimenti obbligazionari, che iniziano a calare ...

Il rialzo del mercato obbligazionario è stato in parte la conseguenza della mutata percezione degli investitori in merito al vigore dell'attività economica futura, soprattutto negli Stati Uniti. Alla luce di ciò, i segnali della Federal Reserve sono stati interpretati dal mercato come indicativi di una minore probabilità di ulteriori aumenti dei tassi ufficiali in un futuro prossimo. Questi fattori sembrano aver avuto un impatto significativo non solo sui mercati obbligazionari statunitensi ma anche all'estero, forse in ragione della rilevanza degli



Prospettive macroeconomiche



¹ Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics. Le linee sottili rappresentano le previsioni per il 2006, quelle spesse le previsioni per il 2007; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state formulate le previsioni. ² Indice di diffusione delle revisioni mensili degli utili unitari prospettici, 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 degli utili da parte degli analisti, da ogni osservazione mensile è stata sottratta la media dell'indice di diffusione per il periodo 2003-05 (S&P 500 = 54,1; DJ EURO STOXX = 49,6; TOPIX = 53,2).

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; I/B/E/S; elaborazioni BRI.

Grafico 2

Stati Uniti per l'economia globale. Inoltre, alla discesa complessiva dei rendimenti ha concorso un'evidente riduzione dei premi a termine stimati, che nella prima metà dell'anno erano invece cresciuti (grafico 1, diagramma di destra).

Negli ultimi tre mesi gli operatori del mercato hanno prestato grande attenzione alle mosse effettive e attese delle banche centrali. Le tre principali banche centrali hanno tutte innalzato i tassi di riferimento, come ampiamente anticipato (grafico 1, diagramma di sinistra). La Bank of Japan ha deciso di mettere fine alla politica di tassi zero aumentando per la prima volta in sei anni il tasso di interesse a breve termine, ritoccatò il 14 luglio di 25 punti base. La BCE ha innalzato i tassi di interesse di 25 punti base l'8 luglio e nuovamente il 3 agosto. La Federal Reserve ha annunciato il suo 17° rialzo consecutivo il 29 luglio, accrescendo il tasso sui *federal fund* di 25 punti base, al 5,25%. La dichiarazione di accompagnamento rilasciata dal Federal Open Market Committee (FOMC) – interpretata dagli investitori come indicativa di una più elevata probabilità di una riduzione del ritmo di inasprimento monetario – ha influenzato notevolmente i mercati obbligazionari statunitensi e internazionali.

La pubblicazione di nuovi dati ha contribuito a rafforzare presso gli investitori la percezione che la crescita dell'economia statunitense stesse gradualmente rallentando. Ad esempio, la crescita del PIL USA nel secondo trimestre è risultata sensibilmente inferiore alle aspettative del mercato, e a luglio il tasso di disoccupazione è salito oltre le previsioni. Entrambi questi annunci hanno indotto un brusco calo dei rendimenti obbligazionari statunitensi a lungo termine. L'attività nel mercato immobiliare USA ha inoltre dato chiari segni di forte decelerazione. Alla luce del quadro delineato dai nuovi dati, nel corso dell'anno le previsioni di crescita per gli Stati Uniti relative al 2007 sono state continuamente corrette al ribasso (grafico 2, diagramma di sinistra).

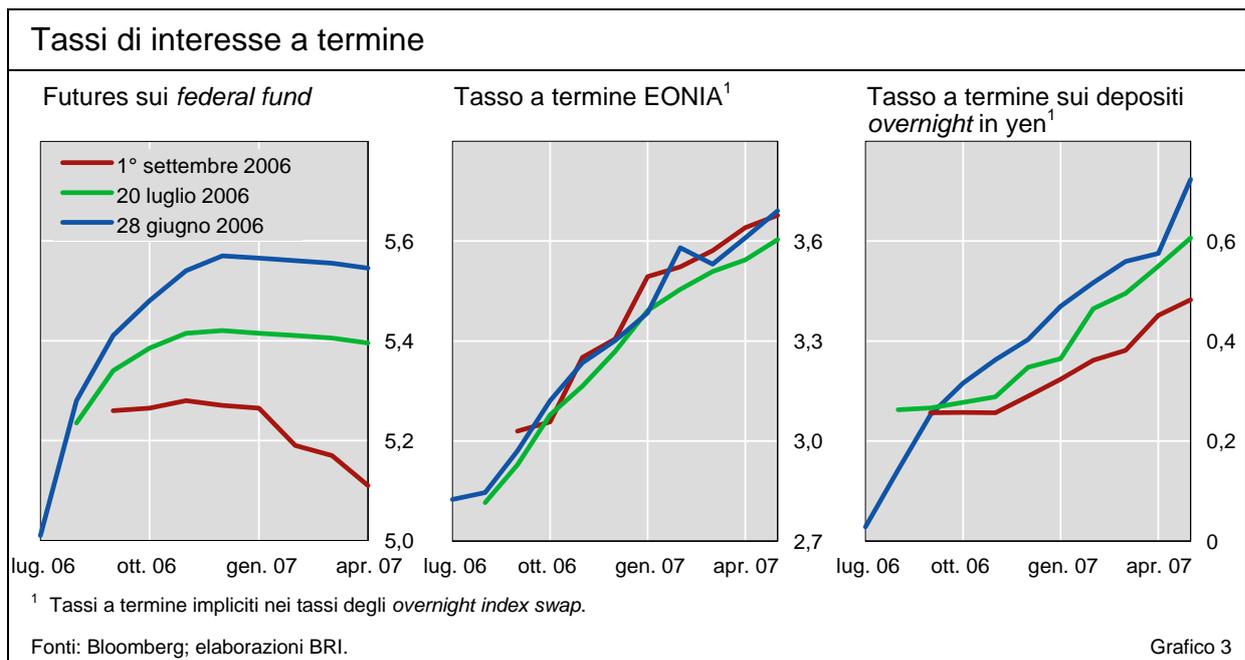
... di fronte a una correzione al ribasso delle prospettive di crescita USA ...

I segnali di un raffreddamento dell'economia statunitense, unitamente alle dichiarazioni della Federal Reserve, hanno portato gli investitori a concludere che vi fosse una minore necessità di ulteriori inasprimenti monetari nel breve termine. In linea con queste aspettative, l'8 agosto il FOMC ha mantenuto i tassi invariati, indicando di attendersi una riduzione delle pressioni inflazionistiche al decelerare della crescita economica. Di riflesso alle mutate percezioni del mercato circa l'evoluzione futura della politica monetaria statunitense, a luglio e agosto i tassi dei futures sui *federal fund* sono gradualmente calati. Il marcato spostamento verso il basso dell'intera curva corrispondente evidenzia come, secondo le aspettative, il prossimo anno i tassi ufficiali USA dovrebbero rimanere stabili o addirittura cominciare a calare (grafico 3, diagramma di sinistra).

... e alle minori attese di un inasprimento da parte della Federal Reserve

A differenza degli Stati Uniti, nell'area dell'euro le aspettative riguardo alla politica monetaria non si sono orientate verso una riduzione del ritmo di inasprimento, come si evince dai tassi a termine (grafico 3, diagramma centrale). Esse sono infatti risultate in linea con i dati pubblicati, i quali indicavano il protrarsi di una ripresa dell'attività economica nell'area. Ad esempio, i dati sul PIL dell'area dell'euro per il secondo trimestre, i migliori da cinque anni, sono stati superiori alle attese. Di conseguenza, le previsioni di crescita per il 2006 sono state riviste al rialzo (grafico 2, diagramma di sinistra). Inoltre, l'innalzamento dei tassi di 25 punti base deciso dalla BCE il 3 agosto, a soli due mesi dal precedente rialzo, ha comportato un aumento del ritmo a cui la banca centrale stava riportando i saggi a un livello più neutrale, dato che i due incrementi precedenti erano intervenuti a intervalli di tre mesi. Nello stesso mese di agosto le dichiarazioni del Presidente della BCE hanno rafforzato le percezioni degli investitori secondo cui in un futuro più prossimo che remoto erano da attendersi ulteriori rialzi dei tassi ufficiali dell'area dell'euro.

Si prevede che la politica monetaria venga inasprita nell'area dell'euro ...



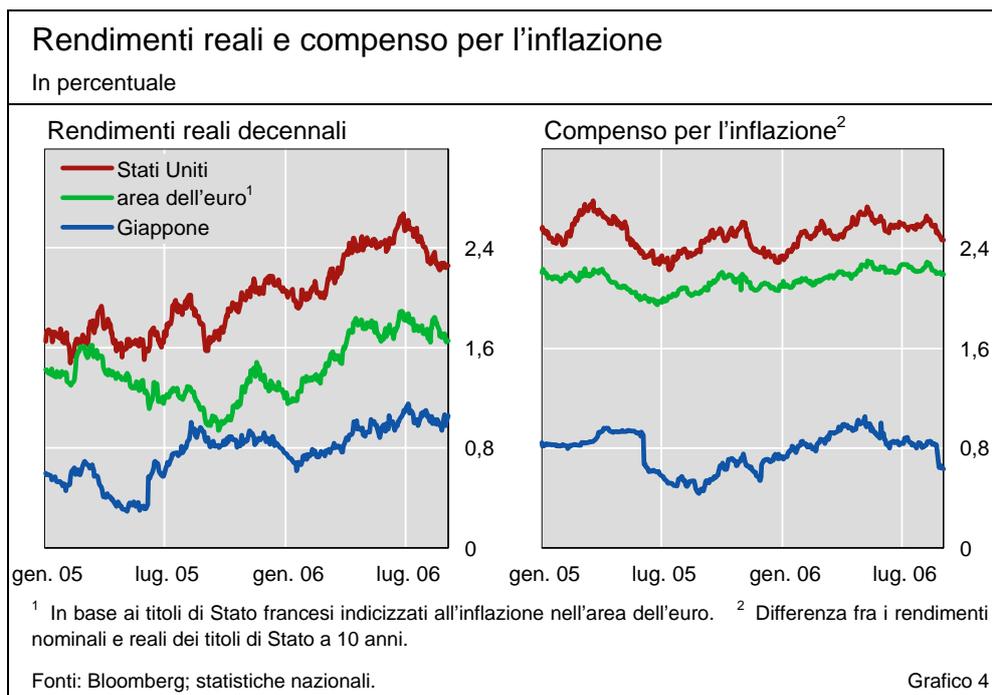
Anche in Giappone le notizie economiche sono state generalmente positive per gran parte degli ultimi tre mesi. L'indagine Tankan della Bank of Japan pubblicata a inizio luglio ha fornito un quadro più roseo dell'economia rispetto a quanto anticipato dal mercato, inducendo un netto rialzo dei rendimenti obbligazionari. Inoltre, nel suo rapporto di luglio sugli andamenti economici e finanziari recenti, la banca centrale indicava che l'*output gap* sembrava essere entrato in territorio positivo e che l'economia si sarebbe probabilmente espansa ulteriormente. Tuttavia, non tutte le notizie riguardanti le prospettive di crescita sono state favorevoli. I rendimenti obbligazionari nipponici sono calati il giorno in cui sono stati resi noti dati che evidenziavano per il secondo trimestre una crescita del PIL decisamente inferiore alle aspettative degli analisti. Essi hanno poi segnato nuove flessioni dopo l'annuncio di un inatteso decremento della produzione industriale a luglio. Alla luce dei dati pubblicati e dei segnali della Bank of Japan, il prezzo degli *overnight index swap* indicava l'aspettativa di un aumento solo graduale dei tassi ufficiali dopo l'incremento di luglio (grafico 3, diagramma di destra).

... e gradualmente
in Giappone

Sul fronte dell'inflazione, negli ultimi tre mesi le notizie hanno in gran parte segnalato un aumento delle pressioni sui prezzi in tutte le tre principali economie, inducendo correzioni al rialzo generalizzate delle previsioni di inflazione rilevate dalle indagini (grafico 2, diagramma centrale). Tuttavia, i dati pubblicati in agosto indicavano che tali pressioni avevano forse cominciato ad attenuarsi negli Stati Uniti e, in misura minore, nell'area dell'euro e in Giappone. Negli Stati Uniti l'inflazione di fondo dei prezzi alla produzione si è collocata in luglio al 4,2% sull'anno precedente, un tasso inferiore sia alle aspettative del mercato, sia a quello di giugno, che sfiorava il 5%. Analogamente, anche l'inflazione dei prezzi al consumo è stata leggermente inferiore alle attese, attestandosi in luglio al 4,1% sull'anno precedente. Entrambi questi dati hanno provocato flessioni marcate dei rendimenti obbligazionari statunitensi. Nell'area dell'euro i dati sull'inflazione armonizzata evidenziavano per luglio un aumento dei prezzi del 2,4% rispetto a un anno prima, un tasso leggermente inferiore a quello del mese precedente e alle aspettative. Nel contempo, in Giappone l'annuncio di una crescita dei prezzi al consumo ben al disotto delle attese per il mese di luglio ha dato luogo a un rialzo dei mercati obbligazionari verso la fine di agosto.

Segnali di un
allentamento delle
pressioni sui prezzi

In larga misura i movimenti dei rendimenti obbligazionari nominali e reali degli ultimi mesi hanno rispecchiato gli andamenti macroeconomici summenzionati. Coerentemente con le prospettive di un rallentamento della crescita negli Stati Uniti, in luglio e agosto si è registrato un calo dei rendimenti obbligazionari reali, cui è riconducibile la quasi totalità della concomitante diminuzione dei rendimenti nominali (grafico 4). Di conseguenza, è risultato pressoché invariato il compenso per l'inflazione richiesto dagli investitori per detenere obbligazioni nominali sull'orizzonte decennale (cfr. anche il riquadro a pagina 7). Questi sviluppi si contrappongono a quanto accaduto nella maggior parte della prima metà del 2006, quando, oltre ai rendimenti reali, anche l'aumento del premio per l'inflazione aveva contribuito all'andamento ascendente dei rendimenti nominali. Nell'area dell'euro il calo dei rendimenti



reali è stato nettamente inferiore che negli Stati Uniti, in linea con le percezioni del mercato secondo cui nelle due economie l'evoluzione attesa della crescita presenterebbe una certa divergenza. Il tasso di inflazione di pareggio a 10 anni nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, a indicazione di aspettative stabili per l'inflazione nel lungo periodo. In Giappone sia i rendimenti reali che i tassi di inflazione di pareggio hanno registrato pochi cambiamenti negli ultimi tre mesi. Tuttavia, verso la fine di agosto il compenso richiesto per l'inflazione sull'orizzonte decennale è calato di quasi 20 punti base, di fronte a dati inferiori al previsto sulla crescita dei prezzi.

I mercati azionari recuperano ma la volatilità persiste

Le quotazioni nei principali mercati azionari hanno gradualmente riguadagnato terreno dopo la diffusa ondata di vendite di maggio e inizio giugno, ma la volatilità è rimasta su livelli più elevati (grafico 5, diagramma di sinistra). Tra l'inizio della tornata di cessioni il 10 maggio e il minimo toccato dai corsi il 13 giugno, l'indice S&P 500 aveva perso il 7,7%, il DJ EURO STOXX il 13,3% e il TOPIX il 16,5%. Tuttavia, nel corso delle settimane successive queste perdite sono state ampiamente recuperate.

Recupero delle quotazioni azionarie

Nonostante la ripresa, la breve fase di vendite di maggio e giugno sembra aver leggermente accresciuto il nervosismo degli investitori rispetto alla prima parte dell'anno, come indica l'aumento della volatilità dei corsi azionari. Anche le volatilità implicite, sensibilmente cresciute durante il periodo di turbolenza, si sono riprese solo in parte dall'ondata di vendite, a testimonianza della maggiore incertezza degli investitori circa la direzione che avrebbero assunto i

Tassi di inflazione di pareggio a termine e aspettative di inflazione su orizzonti lunghi

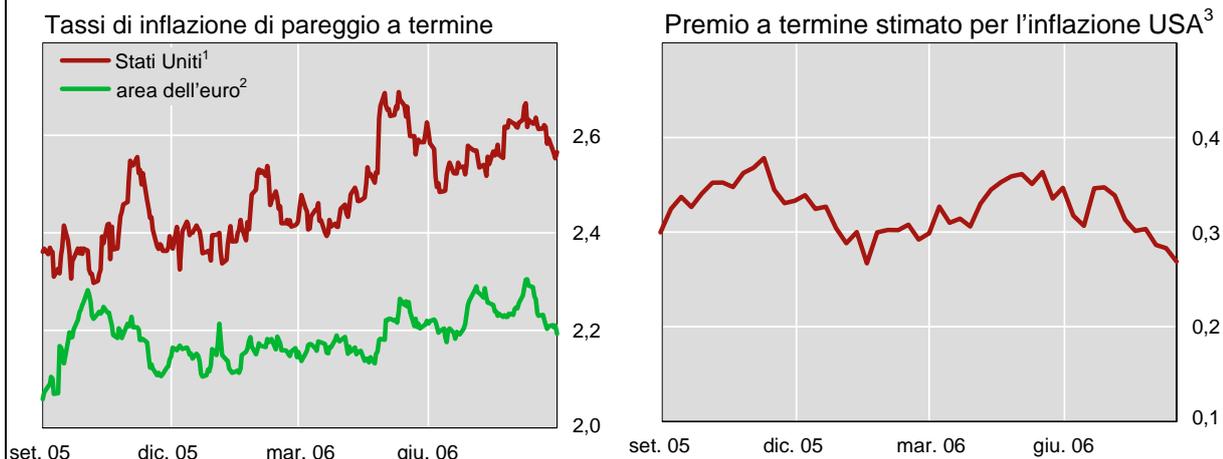
I tassi di inflazione di pareggio, ossia la differenza fra i rendimenti di obbligazioni nominali e quelli di obbligazioni reali (indicizzate) di scadenza comparabile, sono da tempo impiegati quale indicatore delle aspettative di inflazione sull'orizzonte corrispondente alla vita residua dei titoli obbligazionari, integrando così altre misure, come le previsioni rilevate dai sondaggi. Al riguardo, un altro diffuso indicatore sono i tassi di inflazione di pareggio a termine per orizzonti lunghi, quali il tasso *forward* a cinque anni su un orizzonte quinquennale. Spesso si ritiene che questo tipo di misura fornisca una più chiara indicazione delle aspettative di inflazione a lungo termine poiché, in linea di principio, non dovrebbe risentire delle variazioni dell'inflazione attese nel breve periodo, come quelle causate da fluttuazioni cicliche.

In un contesto in cui le pressioni inflazionistiche a breve appaiono da qualche tempo in aumento sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, anche i tassi di pareggio a termine si sono mossi al rialzo, sebbene in maniera più pronunciata negli Stati Uniti che non in Europa. Il diagramma di sinistra del grafico mostra che nell'ultimo anno i tassi di pareggio a termine a cinque anni sull'intervallo quinquennale sono gradualmente aumentati di circa 30 punti base negli Stati Uniti, mentre negli ultimi due mesi i corrispondenti tassi dell'area dell'euro hanno registrato un incremento più modesto, intervenuto dopo un periodo di relativa stabilità.

In linea teorica, tuttavia, un aumento del tasso di pareggio a termine può derivare dalle aspettative di una maggiore inflazione in un lontano futuro, o da un'ascesa del premio per il rischio di inflazione, o ancora da una combinazione di entrambe. In questo contesto, il premio per il rischio di inflazione rappresenta il rendimento aggiuntivo richiesto dagli operatori per investire in obbligazioni nominali – esposte al rischio derivante da variazioni dell'inflazione – rispetto al rendimento richiesto sulle obbligazioni reali. Notoriamente, se è già arduo quantificare l'entità dei premi al rischio, ancor più difficile è separare il premio per il rischio di inflazione dal suo complemento reale, ossia il rendimento richiesto a fronte dell'incertezza connessa con le variazioni del tasso di interesse reale.

Ciò nonostante, stime recenti prodotte applicando ai dati statunitensi un modello dinamico della struttura per scadenze potrebbero fornire alcune indicazioni al riguardo. Kim e Wright (2005) impiegano dati USA su obbligazioni nominali e inflazione per stimare le dinamiche della struttura

Compenso per l'inflazione e premi a termine



¹ Tasso di inflazione di pareggio a termine calcolato per l'orizzonte quinquennale con decorrenza cinque anni dopo; in base ai titoli del Tesoro con scadenza nel 2010, 2011, 2015 e 2016. A causa del numero limitato di scadenze disponibili per i titoli indicizzati all'inflazione, i tassi di pareggio a termine raffigurati sono approssimazioni. ² Tasso di inflazione di pareggio a termine calcolato per l'orizzonte quinquennale con decorrenza cinque anni dopo; in base ai titoli indicizzati del Tesoro francese (Obligation Assimilable du Trésor, OAT) con scadenza nel 2012 e nel 2015; tali titoli sono indicizzati all'inflazione armonizzata dell'area dell'euro. ³ Premio per il rischio di inflazione calcolato per l'orizzonte quinquennale con decorrenza cinque anni dopo, in percentuale; in base alle elaborazioni di Kim e Wright (2005).

Fonti: Federal Reserve Board; Bloomberg; elaborazioni BRI.

nominale per scadenze e inferirne una struttura reale implicita, che a sua volta consente di ottenere stime dei premi al rischio reali e dei premi per il rischio di inflazione⁹. Questa tecnica permette inoltre di valutare l'entità dei premi per il rischio di inflazione a termine, come quelli che influirebbero sui tassi di pareggio a termine rappresentati nel grafico. Vero è che questo approccio non tiene conto delle informazioni desumibili dalle obbligazioni indicizzate, sicché i risultati andrebbero considerati solo come indicativi per i tassi di pareggio riportati nel diagramma. Altri fattori, come la liquidità o effetti di natura istituzionale, potrebbero inoltre influire sul livello dei tassi di inflazione di pareggio. Nondimeno, nella misura in cui tali fattori sono ragionevolmente stabili, le recenti variazioni dei tassi di pareggio dovrebbero essere prevalentemente riconducibili a variazioni delle aspettative inflazionistiche e/o dei premi per il rischio di inflazione.

Le stime ottenute utilizzando la tecnica sopra descritta indicano che nell'ultimo anno il premio per il rischio di inflazione a cinque anni sull'orizzonte quinquennale negli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente stabile. Il premio per il rischio di inflazione sembra pertanto avere un ruolo limitato nello spiegare le recenti oscillazioni del tasso di pareggio a termine. Di conseguenza, il graduale incremento dei tassi di inflazione di pareggio a termine verificatosi lo scorso anno negli Stati Uniti è probabilmente dovuto in ampia misura alle aspettative di un'inflazione lievemente più elevata nel lungo termine.

⁹ Cfr. D. Kim e J. Wright, "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates", *International Finance Discussion Paper* 2005-33, Federal Reserve Board, agosto 2005. Fra gli altri lavori recenti che trattano della stima dei premi per il rischio di inflazione si segnalano: A. Ang e G. Bekaert: "The term structure of real rates and expected inflation," *working paper*, Columbia University, Graduate School of Business, 2005; A. Buraschi e A. Jiltsov: "Inflation risk premia and the expectations hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 75, pagg. 429-490; P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin: "The term structure of inflation risk premia and macroeconomic dynamics," *mimeo*, BCE e BRI, 2006.

corsi azionari nel breve termine (grafico 5, diagramma centrale). Parallelamente la propensione al rischio, che aveva subito una brusca flessione durante il crollo dei mercati azionari mondiali, è sembrata rimanere su livelli piuttosto contenuti rispetto al recente passato (grafico 5, diagramma di destra).

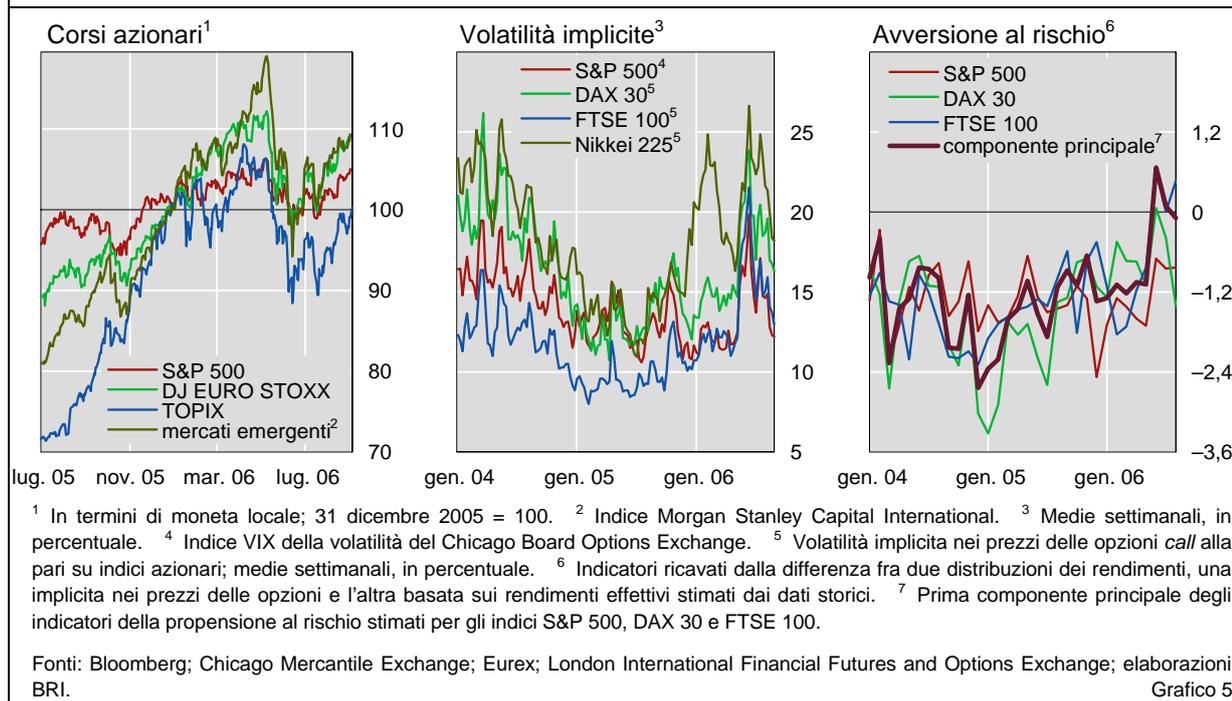
Ad alimentare l'incertezza degli investitori all'indomani dell'ondata di cessioni hanno contribuito i dubbi circa il grado e il ritmo del rallentamento dell'economia statunitense, nonché il mutamento delle percezioni riguardo all'evoluzione futura della politica monetaria della Federal Reserve. Le tensioni geopolitiche collegate con lo scoppio di nuove ostilità in Medio Oriente, il perdurare della violenza in Iraq, i test missilistici della Corea del Nord e i timori per il programma nucleare iraniano hanno ulteriormente accresciuto l'incertezza degli investitori. Per di più, il rapporto tra le revisioni positive e negative delle previsioni sugli utili è diminuito negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone (grafico 2, diagramma di destra).

Ciò nonostante le quotazioni azionarie sono state sostenute da diversi fattori. I dati sugli utili effettivi sono rimasti positivi: gli annunci riguardanti il secondo trimestre indicavano che gli utili aggregati per l'indice S&P 500 avrebbero segnato sull'anno precedente rialzi a due cifre per il diciassettesimo trimestre consecutivo. Le notizie relative alle prospettive di crescita nell'area dell'euro e in Giappone sono state generalmente buone, tendendo a controbilanciare le prospettive meno favorevoli dell'economia statunitense. Inoltre, il calo dei rendimenti obbligazionari e la percezione sempre più diffusa tra gli investitori secondo cui il ciclo di rialzi della Federal Reserve era giunto a termine hanno impresso ulteriore slancio alle quotazioni azionarie. In effetti, di

Sebbene perman-
gano incertezze ...

... le azioni sono
sostenute dagli utili
e dal calo dei
rendimenti
obbligazionari

Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



fronte ai dati che indicavano una crescita USA inferiore alle aspettative i corsi delle azioni sono spesso aumentati, poiché i mercati hanno rivisto al ribasso le aspettative circa il ritmo e l'intensità dei futuri inasprimenti, e quindi circa la probabilità che una politica monetaria più restrittiva rallentasse sensibilmente la crescita. Sulla scorta dei dati pubblicati ad agosto, che segnalavano una lieve diminuzione delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, il mercato è sembrato scontare sempre più lo scenario di un "atterraggio morbido" dell'economia USA, la quale si sarebbe raffreddata solo nella misura necessaria a mantenere contenute le pressioni al rialzo sui prezzi.

Nei mercati emergenti i corsi azionari hanno risentito in maniera particolarmente pesante dell'ondata di vendite di maggio-giugno, con un crollo di oltre il 20% dell'indice azionario MSCI Emerging Markets. Tuttavia, come nei mercati principali, le quotazioni hanno segnato una graduale ripresa (grafico 5, diagramma di sinistra). Al 1° settembre oltre la metà delle perdite subite durante la fase di cessioni era stata recuperata. In generale negli ultimi tre mesi i corsi azionari dei mercati emergenti hanno tendenzialmente ricalcato quelli delle economie avanzate, pur mostrandosi più vulnerabili a eventi geopolitici specifici. I fattori locali hanno altresì contribuito a forti variazioni dei prezzi in alcuni singoli mercati. In Turchia le quotazioni azionarie sono precipitate in giugno allorché l'accelerazione dell'inflazione e il rapido deprezzamento della lira hanno indotto la banca centrale a rialzare bruscamente i tassi di interesse. L'escalation delle violenze in Medio Oriente ha parimenti penalizzato pesantemente le azioni turche. In Messico la borsa ha registrato brusche oscillazioni in luglio, dovute al cambiamento delle opinioni degli investitori su quale dei due principali contendenti sarebbe stato dichiarato vincitore della disputatissima elezione presidenziale del 2 luglio.

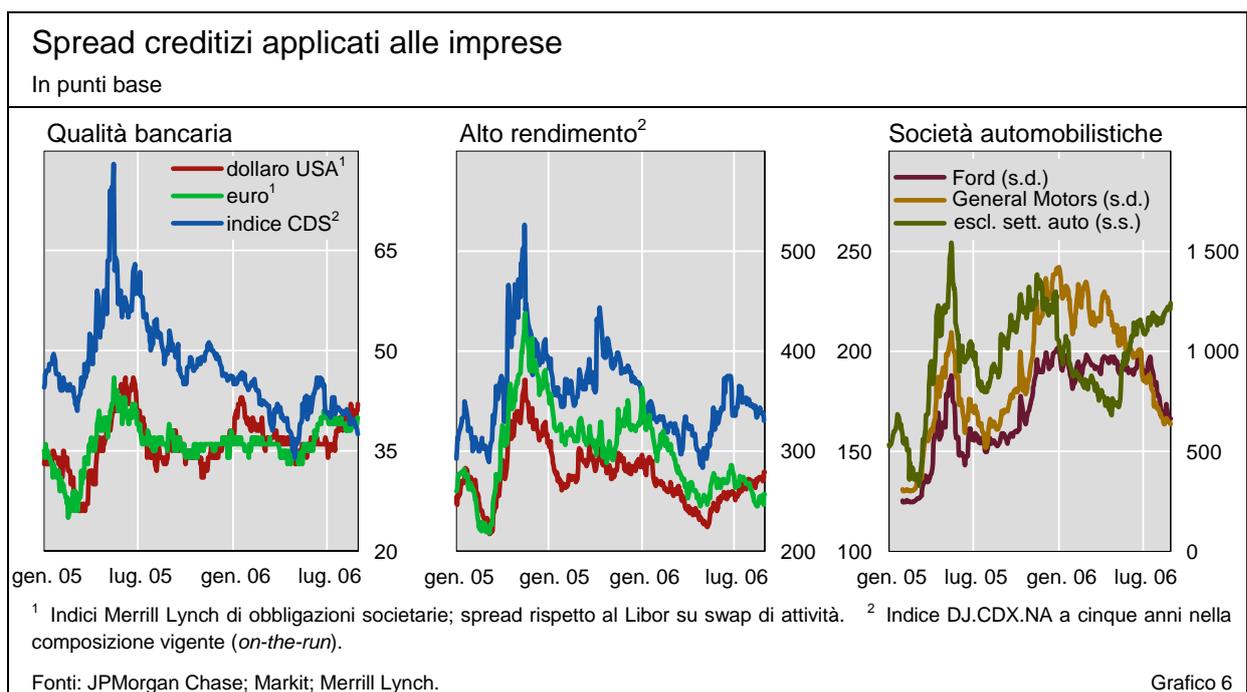
I mercati azionari USA scontano un "atterraggio morbido"

Si sposta verso l'alto l'intervallo di oscillazione degli spread societari USA

La performance dei mercati creditizi dei paesi sviluppati dopo l'ondata di vendite di maggio e inizio giugno è stata eterogenea (grafico 6). Al 1° settembre gli spread rispetto al Libor degli swap di attività sulle obbligazioni societarie in dollari USA di qualità bancaria e ad alto rendimento erano rispettivamente pari a 42 e 279 punti base, entrambi ancora ben superiori ai minimi del 2006 toccati in maggio. In Nord America gli spread sui *credit default swap* (CDS), che durante la corsa alle vendite erano saliti in maniera ben più drastica, hanno annullato solo una piccola parte dell'ampliamento registrato. Sebbene caratterizzata anch'essa da volatilità, la performance del mercato creditizio dell'area dell'euro è stata leggermente migliore: verso la fine di agosto gli indici degli spread sui titoli ad alto rendimento dell'area erano tornati su livelli prossimi a quelli precedenti l'ondata di vendite, probabilmente grazie ai segnali più favorevoli concernenti la crescita cui si è già accennato.

Come nei mercati azionari, anche nei mercati del debito societario le quotazioni hanno subito gli influssi opposti provenienti dal rincaro dell'energia per l'aumento dei rischi geopolitici e dalle variazioni delle prospettive a breve termine riguardo alle mosse della Federal Reserve. Nella settimana del 10-14 luglio, quando di fronte all'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente i corsi petroliferi sono bruscamente aumentati, l'indice dei CDS nordamericani ad alto rendimento è cresciuto di 22 punti base (contro un aumento di 3 punti base per l'indice dei CDS *investment grade*). All'opposto, gli spread sui CDS sia di qualità bancaria sia ad alto rendimento hanno registrato una netta flessione a seguito della pubblicazione della dichiarazione del FOMC il 29 giugno, nonché dell'audizione dinanzi al Congresso del Presidente della Federal Reserve il 19 luglio. Persino i dati sul PIL inferiori alle aspettative resi noti a fine luglio sono stati considerati come una notizia positiva per il settore

Il conflitto in Medio Oriente contribuisce all'ampliamento degli spread

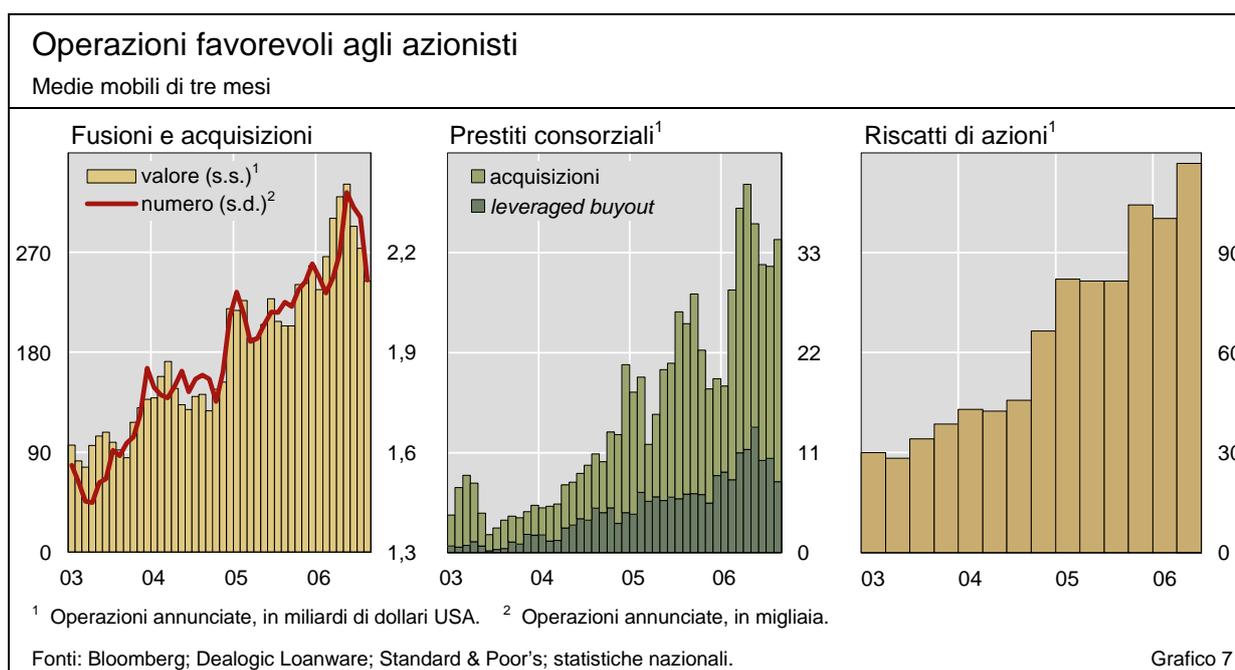


high-yield, il che mostra come il mercato temesse non tanto il rallentamento della crescita, quanto la possibilità che la Federal Reserve innalzasse i tassi a un ritmo troppo serrato, accentuando la decelerazione.

Se non fosse stato per il settore automobilistico l'ampliamento degli spread sui titoli ad alto rendimento in giugno e luglio sarebbe stato molto maggiore (grafico 6, diagramma di destra). Due dei principali emittenti inclusi negli indici, le imprese automobilistiche statunitensi General Motors e Ford, hanno infatti beneficiato in tale periodo di una diminuzione dei differenziali. A fine agosto gli spread sui CDS quinquennali di Ford risultavano scesi a circa 660 punti base, in calo di oltre 330 punti base rispetto al 28 giugno. Nello stesso periodo i corrispondenti differenziali per General Motors si sono ridotti di oltre 360 punti base, attestandosi a circa 640 punti base a fine agosto. Questo recupero si deve probabilmente a fattori specifici ai due emittenti, come le voci di un nuovo piano di ristrutturazione di General Motors e gli utili superiori alle attese annunciati in luglio.

L'intensificarsi delle preoccupazioni per il rischio di *leveraged buyout* (LBO) e l'aumento della leva finanziaria hanno probabilmente inciso in negativo sulle obbligazioni societarie, specie negli Stati Uniti. Il 24 luglio è stato in effetti annunciato un accordo per la maggiore acquisizione con capitale di prestito mai effettuata, pari a \$33 miliardi, avente a oggetto la catena ospedaliera statunitense HCA. L'annuncio ha indotto non solo un rialzo immediato di 150 punti base degli spread sul debito di HCA, ma anche un considerevole ampliamento dei differenziali in tutto il settore ospedaliero. Da tempo è in atto a livello mondiale un boom dell'attività di fusione e acquisizione, finanziata in buona parte tramite un aumento del grado di *leverage* (grafico 7). Contemporaneamente la leva finanziaria del settore societario USA è nettamente cresciuta anche a causa delle operazioni di riacquisto di azioni proprie: gli annunci di questo tipo sono aumentati nel secondo trimestre a circa \$117 miliardi, rispetto ai \$100 miliardi del primo trimestre e a una media trimestrale di \$87 miliardi nel 2005.

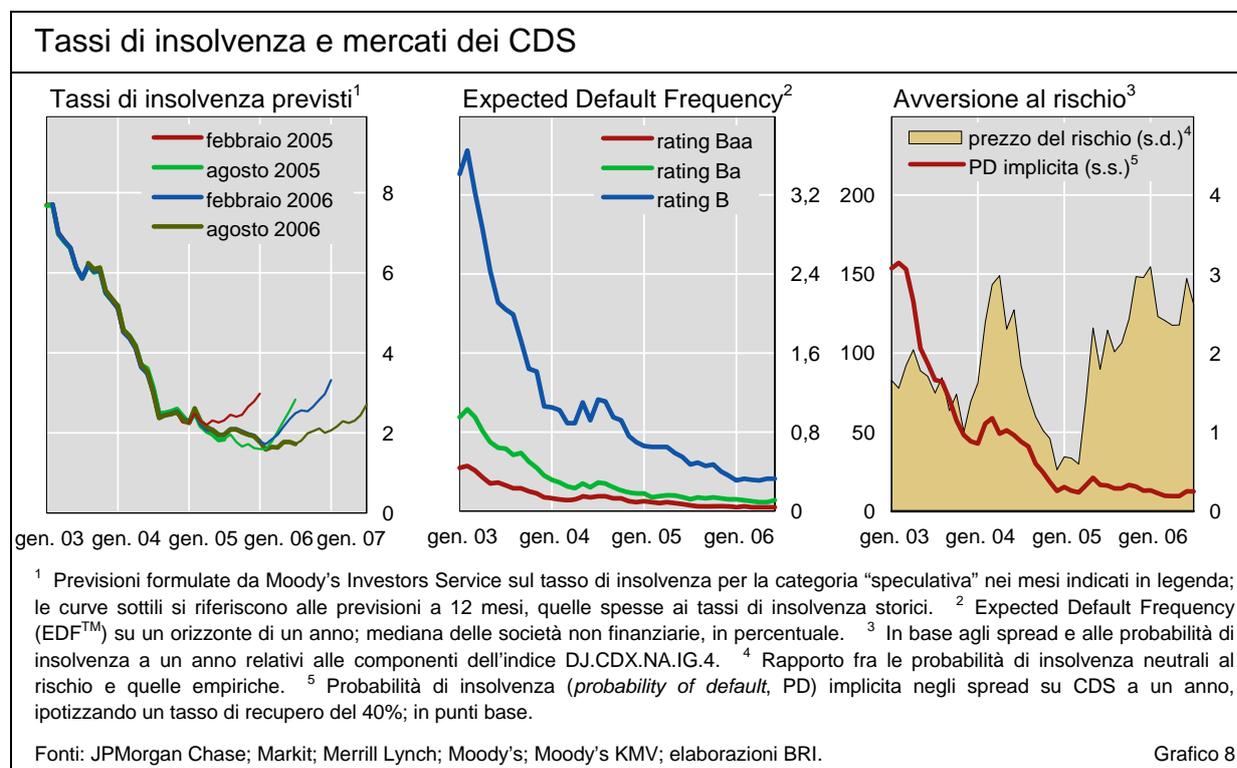
Il rischio di LBO e la maggiore leva finanziaria penalizzano i mercati creditizi ...



I principali indici degli spread sulle emissioni societarie statunitensi sono tutti rimasti ben al di sopra dei precedenti minimi, benché gli indicatori della qualità creditizia abbiano mostrato pochi segnali di deterioramento. Ad agosto Moody's ha rivisto al ribasso le previsioni sul tasso di insolvenza effettivo a 12 mesi per la classe "speculativa" relative al gennaio 2007, portandole al 2%, dal 3% di sei mesi prima, proseguendo la serie di correzioni al ribasso osservata negli ultimi anni (grafico 8, diagramma di sinistra). Le frequenze attese di insolvenza (Expected Default Frequency), calcolate da Moody's KMV sulla base delle informazioni contabili e della volatilità di prezzo delle attività, sono inoltre rimaste stabili su livelli bassi per le società appartenenti a varie categorie di rating (grafico 8, diagramma centrale). Il persistere di differenziali relativamente elevati a fronte di prospettive complessivamente invariate per la qualità creditizia concorda con gli indicatori che mostrano come la propensione per il rischio di credito non si sia mai completamente ripresa dalle turbolenze che colpirono i mercati delle obbligazioni societarie e dei CDS nel secondo trimestre 2005 (grafico 8, diagramma di destra).

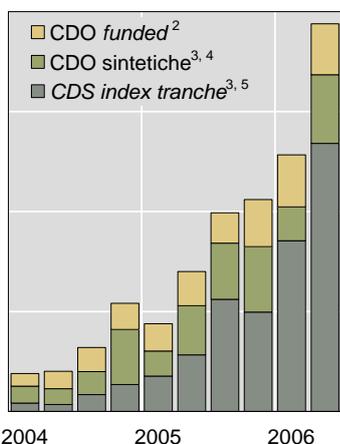
... sebbene gli indicatori fondamentali non diano segni di deterioramento

Nel mercato dei prodotti finanziari strutturati la domanda degli investitori continua a essere robusta. Particolarmente sostenute sono le emissioni di *collateralised debt obligation* (CDO), che nascono dalla strutturazione e trasformazione di passività in titoli con rating più elevato (grafico 9, diagramma di sinistra). Non solo il ritmo dei collocamenti di CDO "cash-based" (garantite da prestiti o titoli obbligazionari), pari a \$76,2 miliardi nel secondo trimestre, è raddoppiato rispetto all'anno precedente, ma anche le cosiddette CDO "sintetiche", basate su CDS e indici di CDS, hanno registrato una notevole espansione.

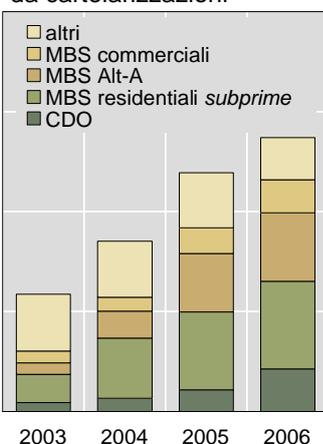


Mercati della finanza strutturata

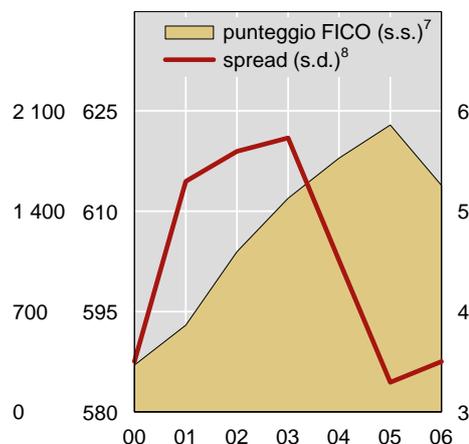
Emissioni di CDO¹



Titoli con rating derivanti da cartolarizzazioni^{1,6}



Mutui ipotecari *subprime*



¹ In miliardi di dollari USA. ² Cash CDO. ³ Ammontare nozionale non corretto per la rischiosità delle varie tranches. ⁴ Portfolio CDS riferiti a imprese, soggetti sovrani e titoli garantiti da attività. ⁵ Portfolio CDS riferiti a indici di CDS. ⁶ Titoli con rating rilasciato da Moody's emessi a fronte di cartolarizzazioni; per il 2006, dati annualizzati relativi ai primi sette mesi dell'anno; in miliardi di dollari USA. I prestiti *subprime* sono prestiti erogati a mutuatari con trascorsi creditizi discutibili. I prestiti "Alt-A" sono (altri) prestiti erogati a mutuatari che non soddisfano l'insieme dei requisiti di sottoscrizione applicati dalle agenzie governative statunitensi per il finanziamento ipotecario. La categoria residuale "altri" comprende le grandi emissioni (*jumbo*) di MBS residenziali, nonché gli ABS garantiti da finanziamenti collegati a carte di credito o da prestiti per l'acquisto di autoveicoli. ⁷ Punteggi FICO attribuiti ai mutui ipotecari a tasso variabile (*adjustable rate mortgage*, ARM), in base alla data di accensione del prestito. Questi punteggi misurano il rischio relativo di una mora nei pagamenti o di una grave insolvenza. Quanto più elevato è il punteggio, tanto più basso è il grado di rischio. ⁸ Media ponderata dei tassi ipotecari degli ARM 2/28 (2 anni di tasso fisso e 28 di tasso variabile) costituiti a garanzia di cartolarizzazioni *subprime*, meno tasso swap a due anni, in percentuale.

Fonti: Bond Market Association; CreditFlux; LoanPerformance; Moody's Investors Service; UBS.

Grafico 9

Buoni risultati degli MBS malgrado il rallentamento del mercato immobiliare

Alla fiducia nel funzionamento del mercato della finanza strutturata può aver in parte concorso la buona performance conseguita dai titoli garantiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*, MBS) statunitensi nonostante il raffreddamento dei mercati degli immobili residenziali. I segnali di un indebolimento del mercato delle abitazioni non hanno prodotto variazioni di rilievo nel prezzo dei prodotti strutturati garantiti da ipoteca, nemmeno nel caso delle cartolarizzazioni di mutui ipotecari concessi a mutuatari di qualità non primaria (*subprime*). Negli ultimi anni questi prestiti, insieme con quelli concessi a mutuatari della categoria "Alt-A" (anch'essi non considerati come *prime*), sono stati posti a garanzia di una quota sempre più significativa di obbligazioni create tramite cartolarizzazione e provviste di rating (grafico 9, diagramma centrale). Nonostante il calo dei punteggi FICO di *credit scoring* assegnati al collaterale di qualità non primaria (e malgrado l'aumento dei rapporti prestito-valore della garanzia), gli spread sulle ipoteche *subprime* oggetto di cartolarizzazione sono aumentati solo leggermente (grafico 9, diagramma di destra). Inoltre, nel 2006 gli MBS quotati A e Baa hanno offerto rispetto ai Treasuries un sovrarendimento migliore di quello fruttato dagli MBS con rating più elevato.

Riprende la tendenza calante degli spread nei mercati emergenti

La nuova riduzione degli spread ...

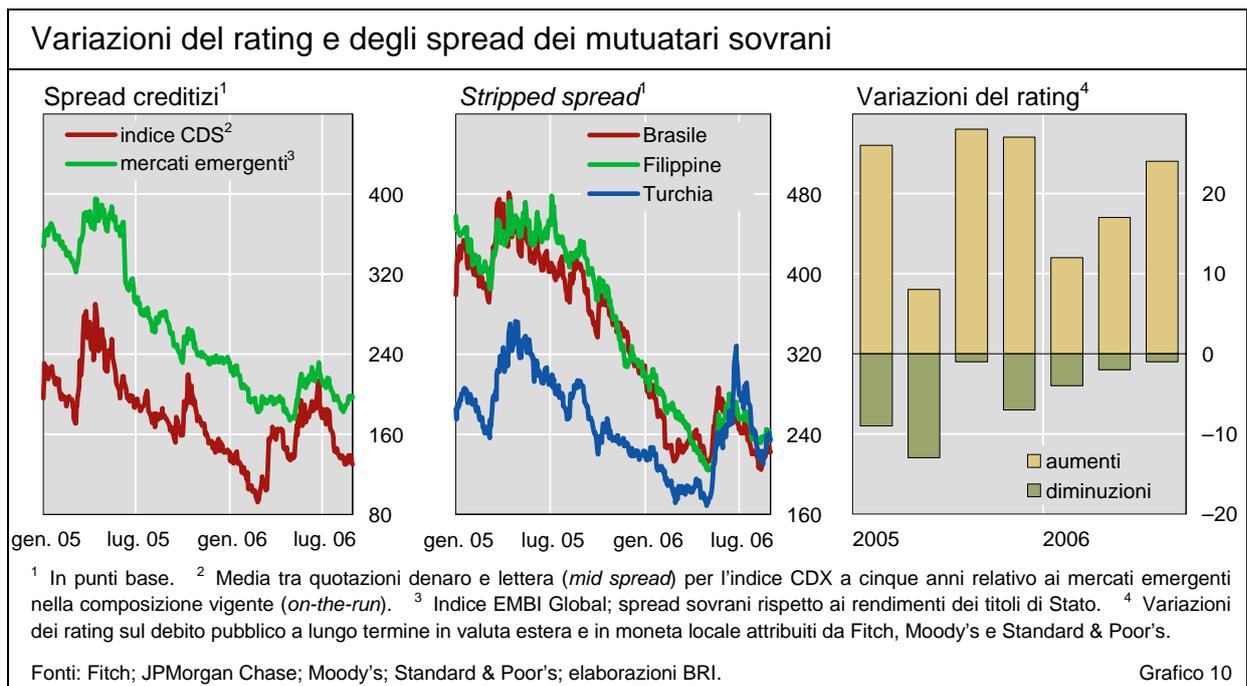
Molto più di altre classi di attività rischiose, le passività dei mercati emergenti hanno riacquisito in luglio e agosto gran parte dell'esuberanza che le aveva

caratterizzate nella parte iniziale dell'anno. Gli spread sul debito dei mercati emergenti, i cui massimi di fine giugno risultavano già piuttosto contenuti in base ai parametri storici, hanno ripreso il loro andamento calante (grafico 10, diagramma di sinistra). A metà agosto l'indice di spread EMBI Global elaborato da JPMorgan Chase era sceso a quasi 180 punti base, un valore decisamente inferiore ai 232 punti di sette settimane prima e prossimo al minimo storico di 174 di inizio maggio.

Il miglioramento degli spread ha interessato vari mercati emergenti. Ad esempio, dal 13 giugno al 1° settembre il differenziale sul debito sovrano del Brasile è sceso di quasi 51 punti base, a 222 punti, e quello delle Filippine di 45 punti base, a 235 punti. Nei mercati dei CDS, generalmente più volatili e reattivi ai flussi informativi rispetto ai mercati a pronti, gli spread sui titoli di emittenti latinoamericani come il Brasile e il Messico sono scesi a livelli inferiori a quelli prevalenti in maggio, allorché era iniziato il disinvestimento dalle attività rischiose. Persino gli spread sulle obbligazioni sovrane turche, che verso fine giugno erano stati gli unici a crescere in ragione di preoccupazioni per i conti pubblici e di un abbassamento del rating, sono calati di quasi 100 punti base dal massimo allora raggiunto.

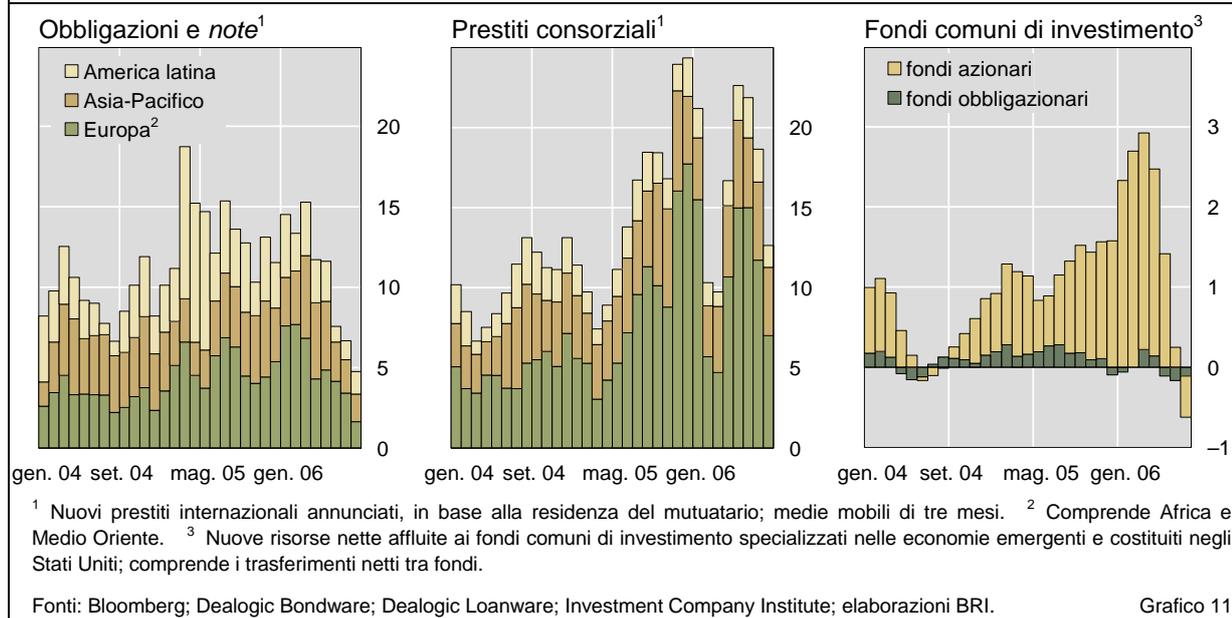
... osservata in molti mercati ...

La tendenza al ribasso degli spread nei mercati emergenti non è stata pressoché intaccata dall'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente. Vero è che, quando a metà luglio le ostilità si sono estese al Libano e il prezzo del petrolio ha sfiorato gli \$80 al barile per il timore di possibili turbative nell'offerta, molte obbligazioni dei mercati emergenti sono state oggetto di vendite massicce. Tuttavia, in pochi giorni i principali indici si sono ripresi, continuando successivamente a ridursi. Parimenti contenuta è stata la reazione del mercato di fronte all'allarme terroristico di Londra a metà agosto.



Flussi di capitali privati verso i mercati emergenti

In miliardi di dollari USA



... è favorita da
aumenti dei
rating ...

Il miglioramento delle grandezze fondamentali delle economie nazionali ha favorito il restringimento degli spread nei mercati emergenti. Numerosi rating sovrani sono stati aumentati nel periodo in esame; nei soli mesi di luglio e agosto si sono registrati da parte delle tre principali agenzie di valutazione 24 innalzamenti di rating riguardanti 12 paesi diversi, tra cui Cina, India, Indonesia e Russia (grafico 10, diagramma di destra). Le motivazioni generalmente addotte per questi rialzi sono state il miglioramento dei saldi con l'estero e/o delle prospettive per i conti pubblici. Di fatto, in luglio e agosto vi è stato un solo caso di abbassamento del rating, quello del Belize.

... e dalle
percezioni del
raggiungimento di
un picco nel ciclo
dei tassi USA

I titoli di debito dei mercati emergenti, ancor più di quelli ad alto rendimento privati, hanno inoltre tratto notevole beneficio dal diffondersi fra gli operatori della percezione che la politica di regolari rialzi dei tassi avviata dalla Federal Reserve a metà 2004 stesse per concludersi. Ad esempio, sia gli spread degli indici di CDS dei mercati emergenti sia quelli degli indici di CDS delle società nordamericane ad alto rendimento si sono ridotti di circa 18 punti base il 29 giugno, data di pubblicazione della dichiarazione del FOMC, e di 10 punti il 19 luglio, giorno dell'audizione del Presidente della Federal Reserve dinanzi al Congresso. Entrambi questi eventi hanno modificato le aspettative circa il corso della politica monetaria statunitense. I dati sull'inflazione inferiori alle aspettative annunciati a metà agosto hanno parimenti concorso a un significativo restringimento dei differenziali.

Il miglioramento della posizione finanziaria di numerosi soggetti sovrani ha contribuito a una flessione delle emissioni di obbligazioni internazionali (cfr. il capitolo sull'attività bancaria e finanziaria internazionale). Molte società finanziarie e non finanziarie, tuttavia, hanno continuato a raccogliere ammontari ingenti, specie sui mercati dei prestiti (grafico 11). La corrispondente domanda sembra essere rimasta robusta. Ad esempio, a fine luglio le richieste di

sottoscrizione per l'emissione sovrana della Repubblica delle Filippine di importo pari a \$750 milioni sono state 16 volte superiori all'offerta. Inoltre, secondo alcune fonti sarebbero aumentati agli inizi di agosto gli afflussi netti verso l'area emergente, dove numerosi mutuatari conterebbero altresì di trarre vantaggio dalle condizioni favorevoli correnti rivolgendosi al mercato dei titoli di debito in settembre.