

Quadro generale degli sviluppi: i mercati prevedono un rallentamento ordinato

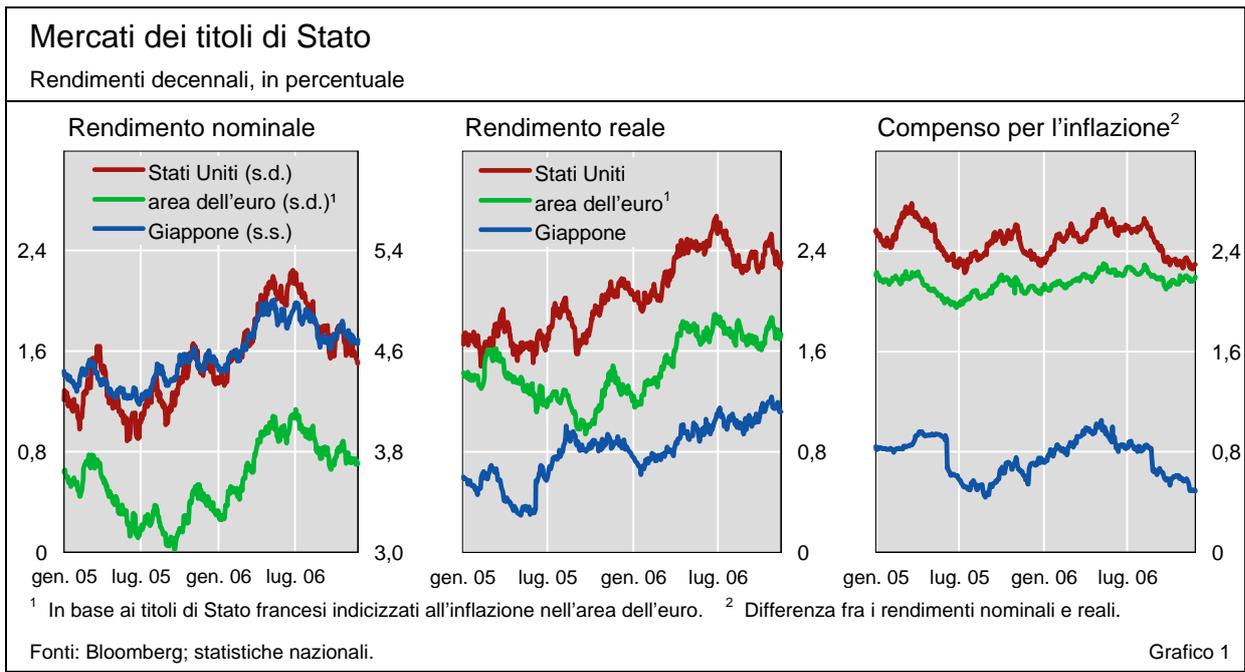
Pur inviando segnali talora contraddittori, i mercati sono parsi sostanzialmente ottimisti riguardo all'evoluzione futura dell'economia mondiale e alla possibilità di un "atterraggio morbido" dell'economia statunitense. Fra settembre e fine novembre i prezzi delle attività rischiose sono aumentati nella maggior parte dei mercati. I rendimenti dei titoli di Stato hanno invece faticato a trovare una direzione precisa, date le reazioni degli investitori alle notizie discordanti circa le prospettive di crescita e il corso futuro della politica monetaria, in particolare negli Stati Uniti.

Questo generale clima di fiducia ha trovato conferma anche nell'andamento di vari indicatori di mercato. A metà novembre le volatilità implicite dei mercati azionari e obbligazionari hanno toccato i livelli più bassi degli ultimi anni, mentre gli indicatori della propensione al rischio segnalavano che il disimpegno degli investitori dopo le vendite di maggio e giugno era stato in gran parte riassorbito. Nemmeno eventi come la perdita di \$6 miliardi riportata da un importante *hedge fund* oppure i vari episodi di instabilità politica nei mercati emergenti in settembre sono parsi intaccare la fiducia degli investitori.

L'ottimismo complessivamente dimostrato dagli operatori di mercato è stato brevemente messo alla prova nell'ultima parte di novembre, quando le forti oscillazioni sul mercato dei cambi e una serie di dati contrari alle attese hanno innescato brusche correzioni al ribasso dei prezzi di numerose attività rischiose. Sebbene in molti mercati le perdite siano state in seguito ampiamente recuperate, a fine novembre la volatilità implicita dei mercati azionari risultava superiore ai livelli passati, pur rimanendo contenuta in base ai parametri storici.

I rendimenti obbligazionari faticano a trovare una direzione

Dopo un periodo di rendimenti in calo sui mercati dei titoli del Tesoro di Stati Uniti, area dell'euro e Giappone, i tassi di interesse a lungo termine sembrerebbero aver toccato il punto di svolta inferiore in settembre, dopodiché hanno oscillato entro un intervallo ristretto. A fine novembre il rendimento decennale statunitense si collocava al 4,5%, in calo di circa 20 punti base



rispetto a fine agosto, mentre i rendimenti analoghi dell'area dell'euro e del Giappone non hanno registrato variazioni di rilievo durante lo stesso periodo, attestandosi rispettivamente al 3,7 e 1,7% (grafico 1, diagramma di sinistra). Poiché i saggi di riferimento a breve termine non sono stati modificati, il calo dei rendimenti dei titoli a lungo termine statunitensi si è tradotto in una inversione più accentuata della corrispondente curva dei rendimenti. Nel contempo, la curva dell'area dell'euro è rimasta piatta e quella del Giappone inclinata verso l'alto. Al calo dei rendimenti nominali USA è corrisposto un calo quasi analogo dei tassi di inflazione di pareggio, mentre i rendimenti reali sono rimasti pressoché invariati, pur esibendo una certa volatilità durante il periodo in esame (grafico 1, diagrammi centrale e di destra). In Giappone la stabilità dei rendimenti nominali cela un aumento dei tassi di interesse reali a lungo termine, compensato da una diminuzione dei tassi di inflazione di pareggio, mentre nell'area dell'euro sia i rendimenti reali sia i tassi di inflazione di pareggio sono stati caratterizzati da una generale stabilità.

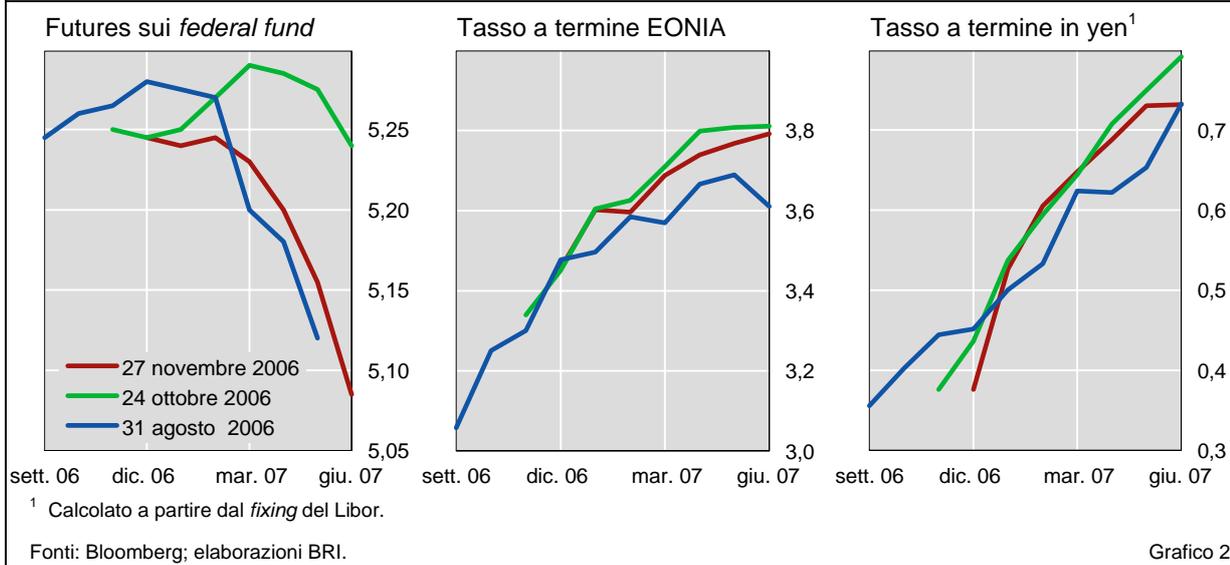
Si accentua l'inversione della curva dei rendimenti USA

Così come già durante la maggior parte dell'anno, le prospettive circa la crescita mondiale e la politica monetaria hanno svolto un ruolo fondamentale per i tassi di interesse a breve e i rendimenti obbligazionari a lungo termine. Tale influsso è risultato particolarmente evidente nel mercato USA, dove i dati economici pubblicati sono parsi confortare ora l'ipotesi di un allentamento dei tassi ufficiali in tempi relativamente brevi, ora la percezione che la Federal Reserve avrebbe lasciato i tassi invariati per un lungo periodo. La curva dei futures sui *federal fund*, che a fine agosto era nettamente decrescente, si è spostata notevolmente verso l'alto nella seconda metà di ottobre, accompagnandosi a un rialzo simultaneo dei rendimenti obbligazionari, a seguito di notizie positive per l'occupazione (grafico 2, diagramma di sinistra). Nuove

Notizie contrastanti riguardo alle prospettive di crescita USA

Curve dei tassi di interesse a termine

In percentuale



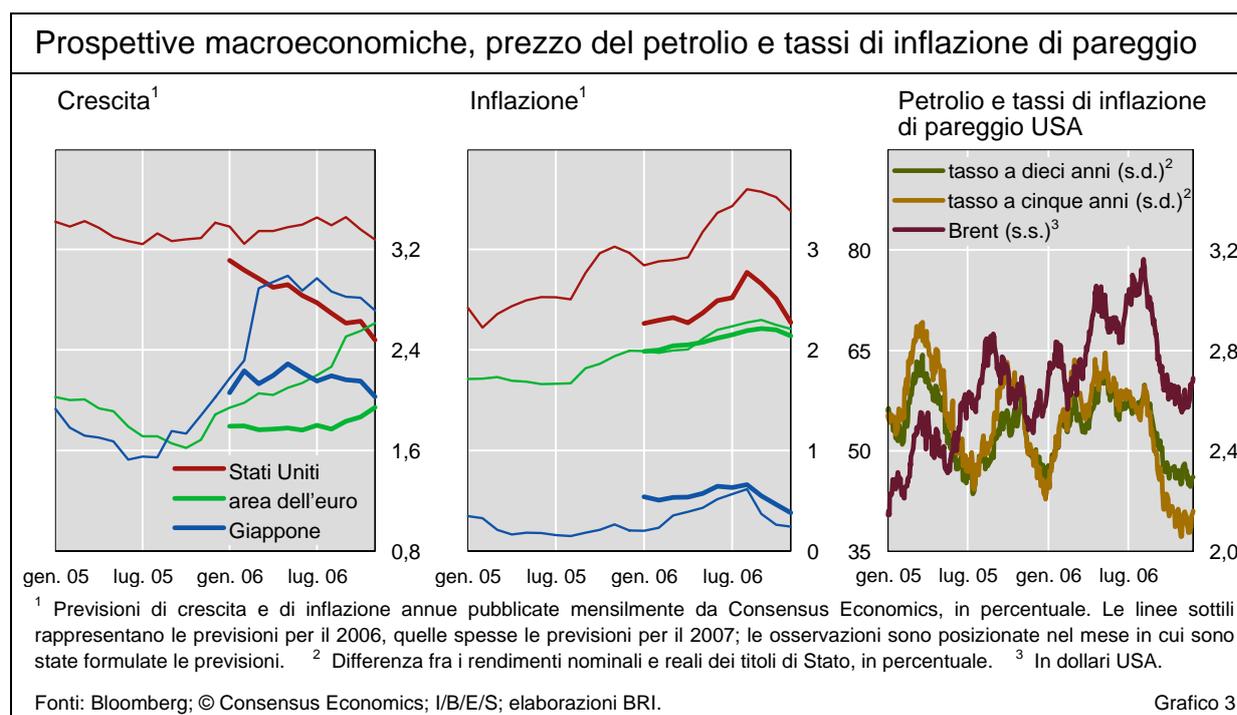
pressioni al ribasso sui tassi dei futures sui *federal fund* e sui rendimenti obbligazionari sono intervenute dopo il 25 ottobre, quando il FOMC ha deciso di lasciare invariati i saggi ufficiali. Sebbene tale decisione fosse largamente attesa, la dichiarazione che l'accompagnava si è rivelata meno pessimistica di quanto previsto da numerosi investitori.

I rendimenti reali sui titoli indicizzati a lungo termine statunitensi hanno seguito un analogo andamento altalenante fra settembre e novembre, giacché gli investitori hanno più volte riconsiderato l'eventualità di un grave rallentamento economico negli Stati Uniti. In particolare, la netta decelerazione del mercato degli immobili residenziali ha alimentato i timori che l'economia americana si stesse avviando verso una recessione. Questa ipotesi è parsa corroborata dall'inversione della curva dei rendimenti – tradizionale indicatore di un'imminente recessione –, cui si è aggiunta la pubblicazione di dati che segnalavano una crescita del PIL inferiore alle attese nel terzo trimestre e un indebolimento del clima di fiducia dei consumatori. Tuttavia, altri segnali sono sembrati assecondare l'ipotesi di un "atterraggio morbido" dell'economia statunitense, vale a dire di un rallentamento graduale, senza l'insorgere di una recessione. Tale percezione è stata rafforzata dalle ripercussioni relativamente contenute della flessione del mercato degli immobili residenziali sui consumi e sul clima di fiducia dei consumatori. Inoltre, si è ritenuto che il calo dei prezzi del petrolio, i forti rialzi del mercato azionario e il vigore del settore societario avrebbero offerto un sostegno vitale all'economia anche nel caso di un ulteriore peggioramento del mercato immobiliare. Di conseguenza, pur subendo ripetute revisioni al ribasso, le stime della crescita del PIL per il 2007 rilevate dalle indagini sono rimaste decisamente lontane dalla zona recessione (grafico 3, diagramma di sinistra).

Nell'area dell'euro i rendimenti reali a lungo termine non sono sostanzialmente variati tra fine agosto e fine novembre, mentre la curva dei tassi a termine EONIA impliciti si è spostata leggermente verso l'alto. L'aumento dei tassi a termine nell'area dell'euro è intervenuto in un contesto di dati migliori rispetto alle attese, che hanno indotto gli economisti a rivedere al rialzo le previsioni di crescita del PIL per il 2007 (grafico 3, diagramma di sinistra). L'espansione del prodotto dell'area nel secondo trimestre, al 2,7% sull'anno precedente, ha superato le aspettative degli investitori, e da una serie di dati pubblicati nel periodo in esame è emerso che l'economia tedesca in particolare mostrava un vigore sorprendente. Questo quadro ottimistico è stato in certa misura controbilanciato dal timore che nel 2007 la crescita avrebbe risentito di numerosi fattori, quali l'annunciato aumento dell'IVA in Germania, il previsto risanamento dei conti pubblici in numerosi paesi dell'area dell'euro e gli effetti ritardati dei rialzi dei tassi da parte della BCE. I dati pubblicati a inizio novembre, che indicavano per il terzo trimestre una crescita inaspettatamente pari a zero dell'economia francese e un aumento più lento del previsto del PIL dell'area dell'euro, sono stati considerati un campanello d'allarme dell'eventualità di sorprese negative per la crescita futura, ma anche in questo caso l'effetto sui rendimenti è stato limitato.

Rialzo dei tassi EONIA a termine con il miglioramento delle prospettive per l'area dell'euro

In Giappone il rendimento nominale dei titoli a dieci anni è rimasto complessivamente stabile tra fine agosto e fine novembre, per effetto di un incremento dei rendimenti reali e un calo del tasso di inflazione di pareggio. Tali andamenti hanno avuto luogo sullo sfondo della pubblicazione di dati ufficiali che delineavano un quadro contrastante dell'attività economica e di una lieve correzione al ribasso, in settembre e ottobre, delle previsioni di crescita per l'anno venturo ricavate dalle indagini. La curva dei tassi di interesse *forward* a breve termine giapponesi ha segnato variazioni minime di fronte al



mantenimento di un atteggiamento attendista da parte degli investitori riguardo alle prossime mosse della Bank of Japan (grafico 2, diagramma di destra). Le dichiarazioni rilasciate a inizio novembre dal Governatore della banca centrale, interpretate come indicative di un possibile secondo rialzo dei tassi prima della fine dell'anno, hanno avuto scarsa incidenza sui tassi di interesse a breve. I dati sorprendentemente positivi sul PIL del terzo trimestre diffusi a metà novembre sono stati considerati dagli investitori come un segnale favorevole, traducendosi in un rialzo dei tassi di interesse il giorno stesso dell'annuncio.

I tassi di inflazione di pareggio calano al calare dei corsi petroliferi ...

La decisa flessione dei corsi petroliferi in settembre e ottobre sembra aver svolto un ruolo cruciale per gli andamenti dei tassi di inflazione di pareggio nei principali mercati, come risulta forse con particolare evidenza per gli Stati Uniti. Come prevedibile, il calo delle quotazioni del greggio ha inciso in modo speciale sugli orizzonti di breve e medio termine: il tasso di inflazione di pareggio USA a cinque anni è sceso di quasi 50 punti base a partire da metà agosto, quando i prezzi del petrolio hanno toccato un massimo per poi iniziare rapidamente a scendere (grafico 3, diagramma di destra). In parte le conseguenze del ribasso del greggio sono state avvertite anche sui tassi di inflazione di pareggio a dieci anni del Giappone e degli Stati Uniti, ma meno su quelli dell'area dell'euro. Tuttavia, sulle scadenze più brevi i tassi di inflazione di pareggio dell'area sono considerevolmente diminuiti: ad esempio, quello a cinque anni è sceso di quasi 20 punti base tra metà agosto e fine novembre.

... e all'attenuarsi delle pressioni sui prezzi

Oltre all'andamento dei prezzi del petrolio, il calo dei tassi di inflazione di pareggio di Giappone e Stati Uniti è parso riflettere le attese degli investitori di un allentamento più generalizzato delle pressioni sui prezzi. Nel caso degli Stati Uniti, si è ritenuto sempre più diffusamente che la serie di rialzi apportati ai tassi da parte della Federal Reserve e il graduale rallentamento economico avrebbero contenuto gli aumenti dei prezzi al consumo. Tale ipotesi ha trovato riscontro nella pubblicazione di dati sorprendentemente in calo sull'inflazione generale. Le misure dell'inflazione di fondo hanno invece mostrato una minore spinta al ribasso, indicando la persistenza di pressioni inflazionistiche latenti. Le indagini effettuate presso gli investitori in settembre, ottobre e novembre indicavano che le attese relative all'inflazione dei prezzi al consumo negli Stati Uniti per il 2007 erano state corrette al ribasso, contrariamente a quanto avvenuto durante la maggior parte del 2006 (grafico 3, diagramma centrale). In Giappone il calo del tasso di inflazione di pareggio è parso riflettere in parte il perdurante aggiustamento delle aspettative di inflazione degli investitori, dopo la correzione al ribasso verso fine agosto delle statistiche sull'indice dei prezzi al consumo giapponese.

I profitti elevati danno impulso ai mercati azionari

L'andamento altalenante del mercato obbligazionario ha poco in comune con l'evoluzione nei mercati azionari, che a partire da metà anno hanno messo a segno forti rialzi in gran parte dei paesi. A fine novembre l'indice EURO STOXX era salito di quasi il 20% rispetto al minimo toccato in giugno dopo le cessioni di primavera, mentre l'S&P 500 aveva guadagnato il 13% (grafico 4, diagramma di sinistra). Il mercato giapponese ha realizzato una performance

meno brillante: i corsi hanno segnato ampie oscillazioni, rimanendo ben al disotto del picco raggiunto prima della fase di vendite.

Diversamente dall'area dell'euro e dal Giappone, dove i corsi azionari hanno sostanzialmente rispecchiato le variazioni delle prospettive per l'attività economica, negli Stati Uniti le quotazioni sono salite a fronte di una riduzione delle stime di crescita. Per la precisione, i mercati azionari sono sì stati influenzati dai dati macroeconomici pubblicati, ma alcuni segnali indicano che gli operatori hanno dato via via meno peso a tali informazioni. Ad esempio, il 17 ottobre l'indice S&P 500 ha perso quasi l'1% nelle due ore successive all'annuncio di un decremento superiore alle attese della produzione industriale statunitense, mentre due settimane più tardi è sceso di appena un terzo di punto percentuale dopo la diffusione di dati che mostravano, rispetto alle previsioni, un incremento molto più lento della produttività nei settori non agricoli e uno molto più rapido dei costi unitari del lavoro.

In generale, i titoli azionari statunitensi hanno tratto conforto dal fatto che il rallentamento della crescita del PIL ha inciso sui profitti societari in modo molto meno sensibile del previsto (grafico 4, diagramma centrale). Sebbene in ottobre gli analisti dei mercati azionari avessero lievemente ridotto le stime relative ai profitti delle imprese statunitensi, il mese seguente le sorprese positive maggiori del consueto provenienti dai dati sugli utili del terzo trimestre li hanno indotti a rivedere al rialzo le previsioni.

Anche le numerose operazioni di fusione e acquisizione hanno continuato a fornire slancio alle quotazioni azionarie. Dopo la pausa estiva, il volume delle acquisizioni annunciate è tornato sui suoi precedenti massimi (grafico 4,

Titoli azionari USA in rialzo nonostante la riduzione delle stime di crescita ...

... grazie al continuo vigore dei profitti societari

Impulso dall'attività di fusione e acquisizione

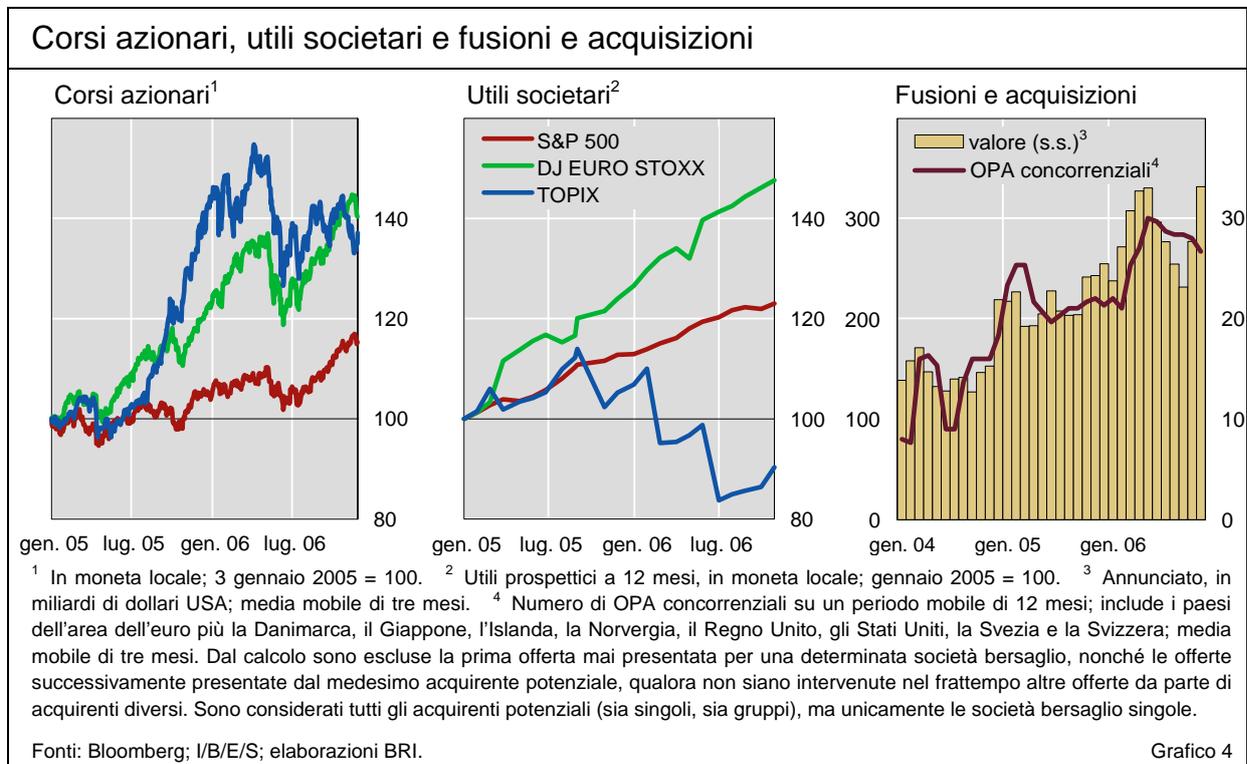


diagramma di destra), parzialmente per effetto di varie operazioni molto ingenti condotte da fondi di *private equity*. L'OPA lanciata a metà novembre da Blackstone Group su Equity Office Property Trust, società statunitense del settore degli immobili commerciali, potrebbe divenire, se portata a compimento, il maggiore *leveraged buyout* mai realizzato. Il numero di OPA concorrenziali, presentate cioè da altri soggetti interessati alla stessa società bersaglio, è diminuito negli Stati Uniti, ma è rimasto in prossimità dei livelli precedenti sia in Europa che in Giappone. Tale tipo di offerte incide verosimilmente in misura maggiore sui prezzi delle azioni rispetto alle offerte non concorrenziali.

La debolezza dei titoli bancari contribuisce alla mediocre performance in Giappone

Al contrario di altri mercati sviluppati, le borse giapponesi non hanno pienamente recuperato le perdite subite a inizio estate, quando gli analisti avevano nettamente ridotto le stime sugli utili societari. Al confronto con la performance dei mercati azionari di Stati Uniti e area dell'euro, quella del Giappone è risultata scadente nella maggior parte dei settori, ma specialmente nel caso dei titoli del comparto finanziario, che verso la fine di novembre venivano scambiati a quotazioni inferiori del 30% rispetto ai massimi di maggio. I titoli bancari, in particolare, considerati da numerosi operatori come investimenti assai sensibili alle condizioni del ciclo economico, avevano tratto smisuratamente vantaggio dall'elevata crescita economica nella prima parte dell'anno, accusando in seguito flessioni più ampie rispetto ad altri settori quando la sostenibilità di tali ritmi di crescita è stata messa in discussione. L'alta reattività alle condizioni macroeconomiche di questi titoli si è manifestata nuovamente il 14 novembre, allorché essi hanno guadagnato oltre il 3% – quasi il doppio del mercato nel suo complesso – dopo la pubblicazione di dati superiori alle attese sul PIL del terzo trimestre. Tuttavia, tali guadagni sono svaniti nel giro di una settimana, quando un importante istituto bancario ha annunciato una correzione al ribasso degli utili prospettici per il secondo trimestre dell'esercizio finanziario.

L'emissione di prodotti strutturati comprime gli spread sui CDS

Calo degli spread sulle obbligazioni private ...

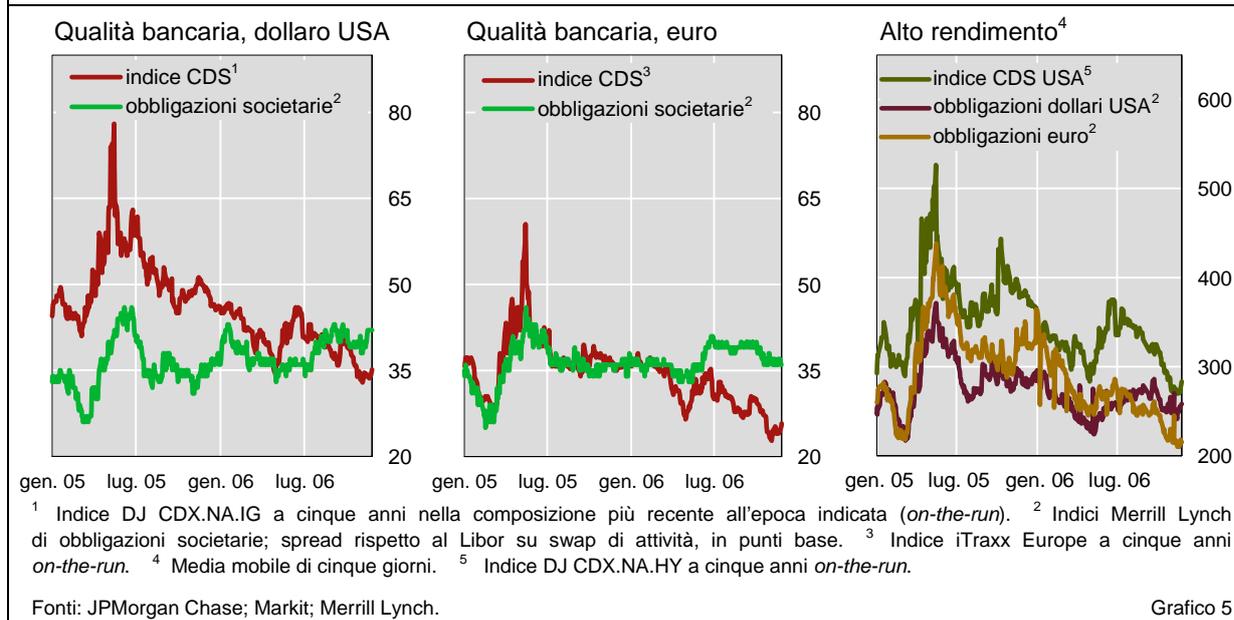
I mercati del debito societario negli Stati Uniti e in Europa sono stati meno vivaci rispetto ai mercati azionari in estate e autunno. Gli spread obbligazionari si sono ristretti ma, a eccezione di quelli su strumenti di debito a elevato rendimento denominati in euro, sono rimasti generalmente al di sopra dei livelli osservati prima della fase di vendite di maggio-giugno (grafico 5). Una riduzione maggiore si è osservata per gli spread sui *credit default swap* (CDS), principalmente per effetto delle pressioni di mercato esercitate dagli emittenti di prodotti strutturati.

... sulla scia dei buoni profitti societari

Il limitato calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie è stato, almeno in parte, in linea con i solidi fondamentali. Come già menzionato, le prospettive per gli utili societari hanno continuato a migliorare nell'area dell'euro e si sono mantenute stabili negli Stati Uniti, il che potrebbe spiegare perché gli spread sulle società europee si siano ridotti in misura maggiore di quelli statunitensi. Il vigore del settore societario si è rispecchiato anche nel numero di insolvenze, che secondo Standard & Poor's nel terzo trimestre è rimasto sul livello più

Mercati del debito societario

Spread, in punti base



basso dal 1997. E sebbene sia Moody's sia S&P continuassero ad attendersi un aumento del numero delle insolvenze, entrambe le agenzie hanno ulteriormente riveduto al ribasso le previsioni al riguardo (grafico 6, diagramma di sinistra).

Le obbligazioni *high-yield* hanno segnato una performance migliore dei titoli di qualità bancaria su entrambe le sponde dell'Atlantico. Ciò può essere in parte spiegato dalla più spiccata sensibilità degli spread applicati ai mutuatari con minor merito di credito di fronte a un aumento dei corsi azionari e a una diminuzione della volatilità, o ancora dai timori circa il rischio di *leveraged buyout* (LBO) e di fusioni e acquisizioni, poiché le imprese a elevata capitalizzazione costituiscono spesso bersagli più attraenti per queste operazioni rispetto alle società già fortemente indebitate. Secondo i calcoli delle banche di investimento, le cinque maggiori LBO di società quotate nel 2006 hanno generato perdite pari a circa \$2 miliardi per gli obbligazionisti delle società coinvolte. Più in generale, in base alle indicazioni di S&P il rapporto medio tra debito e flussi di cassa delle imprese acquisite da società di *private equity* ha raggiunto un massimo di 5,4 nel 2006. Nel contempo, il settore del capitale di rischio ha continuato a raccogliere importi record per finanziare le acquisizioni, e si è ulteriormente intensificato l'incremento della leva finanziaria (*releveraging*) da parte delle imprese statunitensi mediante operazioni di riacquisto di azioni proprie.

Nonostante l'apparente vigore dei fondamentali, un'analisi più attenta dei dati disponibili rivela alcuni possibili segnali di allarme. In primo luogo, sebbene nel comparto della qualità bancaria l'inclinazione della curva del credito negli ultimi mesi sia rimasta relativamente stabile per i titoli statunitensi e sia diminuita per quelli dell'area dell'euro, nel comparto dell'alto rendimento statunitense essa è nettamente aumentata (grafico 6, diagramma centrale). Ciò potrebbe indicare un incremento delle preoccupazioni per le prospettive

Alcuni segnali di allarme

creditizie del debito a basso rating oltre il breve termine. In secondo luogo, le volatilità implicite nelle opzioni su indici di CDS non si sono completamente riavute dalle vendite di maggio-giugno, indicando forse una maggiore incertezza circa le dinamiche di breve periodo degli spread creditizi (grafico 6, diagramma di destra).

Calo degli spread sui CDS ...

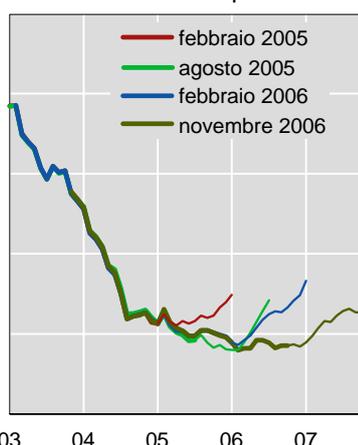
Negli ultimi mesi i differenziali sui CDS si sono generalmente ristretti in misura maggiore rispetto a quelli sulle obbligazioni societarie (grafico 5). L'indice di riferimento per i CDS di qualità bancaria a cinque anni degli Stati Uniti (DJ CDX.NA.IG) ha raggiunto il livello più basso dell'anno all'inizio di novembre, collocandosi appena al disotto di 35 punti base, mentre l'indice analogo per l'Europa (iTraxx Europe) è sceso a meno di 25 punti base. Anche nel segmento dell'alto rendimento gli spread sui CDS si sono ridotti più velocemente dei corrispondenti differenziali obbligazionari. Pertanto, la base dei CDS, ossia la differenza tra gli spread sui CDS e quelli sulle obbligazioni societarie comparabili, è divenuta ancor più negativa.

... per effetto dell'elevata attività di emissione di CDO sintetiche ...

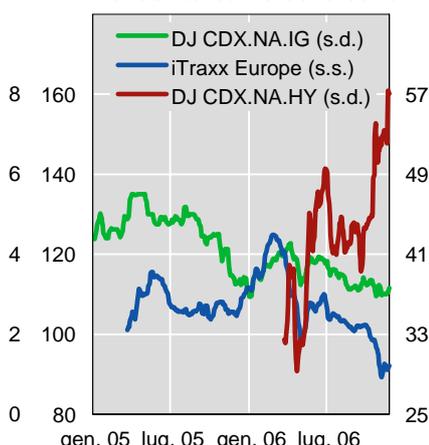
L'ampliamento della base negativa sembra aver rispecchiato in larga misura un aumento delle emissioni di *collateralised debt obligation* (CDO) sintetiche e di altri prodotti di credito strutturati (grafico 7, diagramma di sinistra). Le CDO sintetiche replicano le *cash CDO* utilizzando CDS e, pertanto, forniscono una protezione dal rischio di credito senza la necessità di acquisire attività in contante. Una forte emissione di CDO sintetiche si associa a elevati volumi di vendite della protezione creditizia, esercitando così una pressione verso il basso sugli spread applicati ai CDS. Nel terzo trimestre le emissioni di CDO sul mercato mondiale hanno raggiunto per il sesto trimestre consecutivo un nuovo massimo, cui ha concorso una quota crescente di CDO sintetiche (grafico 7, diagramma di sinistra).

Tassi di insolvenza, pendenza delle curve del credito e volatilità implicite

Tassi di insolvenza previsti¹



Pendenza curve del credito²



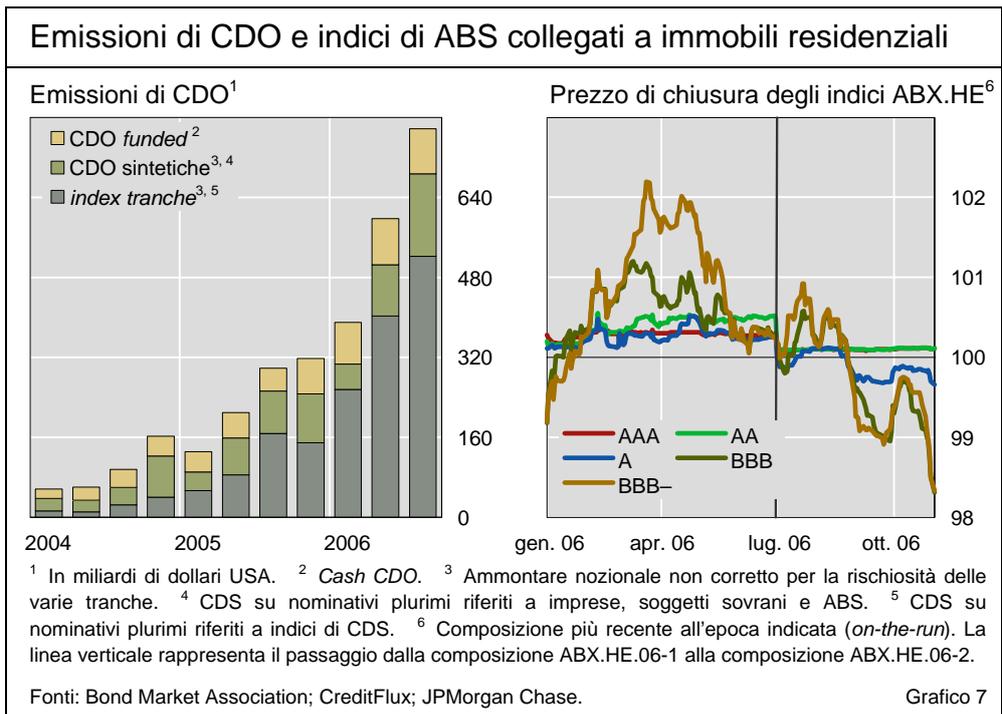
Volatilità implicite dei CDS³



¹ Previsioni formulate da Moody's sul tasso di insolvenza per la categoria "speculativa" alle date indicate in legenda, in percentuale; le linee sottili si riferiscono alle previsioni formulate un anno prima della data in legenda, quelle spesse ai tassi di insolvenza storici. ² Basata sulla differenza fra gli spread applicati ai CDS di più recente emissione a dieci anni e quelli a tre anni, in punti base; media mobile di cinque giorni. ³ Volatilità implicite nelle opzioni alla pari con vita residua da uno a quattro mesi riferite a indici di CDS a cinque anni *on-the-run*, in percentuale.

Fonti: JPMorgan Chase; Moody's Investors Service.

Grafico 6



Nuovi prodotti strutturati, come le *constant proportion debt obligation* (CPDO), potrebbero aver intensificato le pressioni al ribasso sugli spread dei CDS. Una CPDO è un prodotto con rating AAA che frutta un elevato differenziale sul Libor mediante l'esposizione a indici di CDS finanziata con il ricorso alla leva finanziaria. Poiché tali prodotti hanno un alto *leverage*, essi comportano una considerevole vendita di protezione creditizia. Le stime del mercato suggeriscono che sebbene finora in termini nozionali siano state emesse CPDO per appena \$2 miliardi circa, esse corrisponderebbero approssimativamente a \$30 miliardi di protezione relativa a indici di CDS. Inoltre, le banche avrebbero venduto questo tipo di protezione prima dell'emissione programmata di CPDO, acuendo così la pressione sugli spread.

Il rapido raffreddamento del mercato statunitense degli immobili residenziali non sembra aver esercitato un impatto consistente sui differenziali di gran parte dei titoli garantiti da ipoteca (*mortgage-backed security*, MBS) USA, e ciò nonostante il costante aumento della quota di prestiti a mutuatari di qualità non primaria all'interno dei portafogli ipotecari soggiacenti. Tuttavia, un quadro in certa misura differente emerge dal prezzo degli ABX.HE, una famiglia di indici sintetici di ABS garantiti da prestiti per l'acquisto di abitazioni negli Stati Uniti introdotta recentemente. Gli indici ABX.HE replicano i flussi di cassa delle tranche di cartolarizzazioni aventi a oggetto prestiti di questo tipo di qualità *subprime*. Negli ultimi tre mesi i prezzi degli indici ABX per le classi di rating inferiori sono diminuiti considerevolmente, facendo ritenere che si sia acuita la percezione del rischio associato ai mutui concessi a prenditori con trascorsi creditizi non impeccabili (grafico 7, diagramma di destra).

... e di altri prodotti strutturati

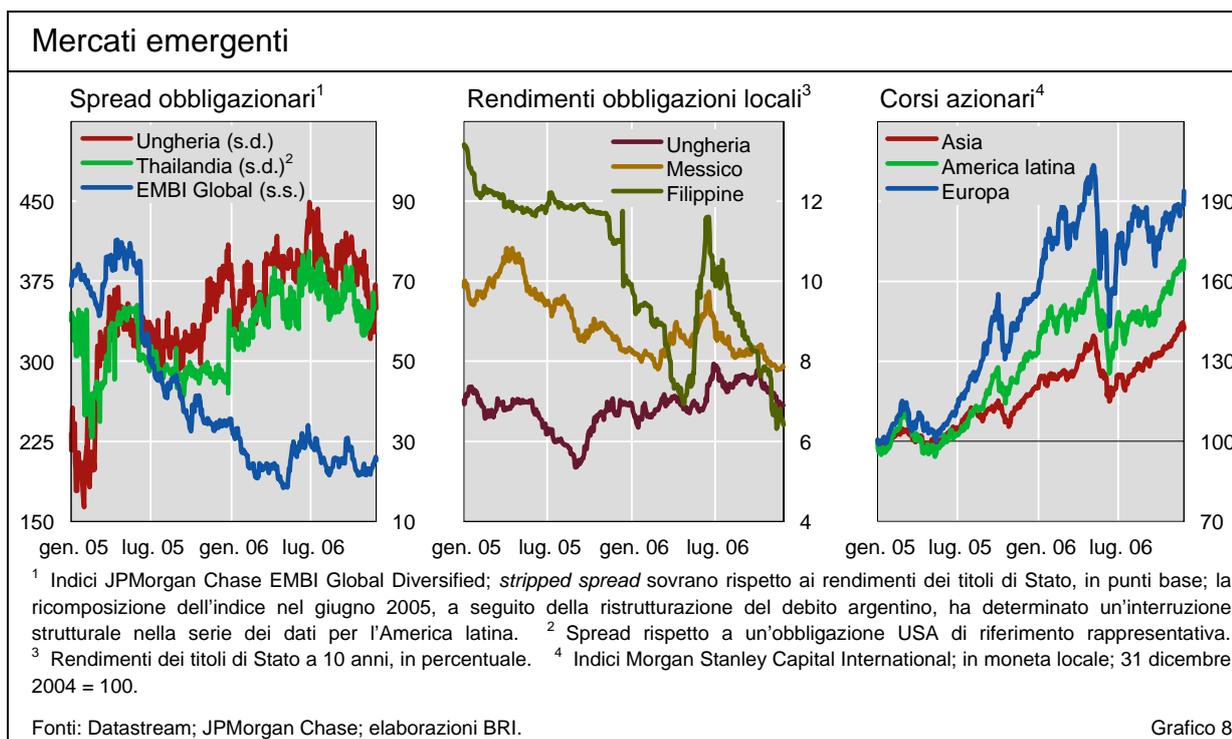
Gli MBS sopportano bene il rallentamento dell'immobiliare residenziale USA

Rinnovato ottimismo nei mercati emergenti

Da settembre a novembre inoltrato i mercati emergenti hanno beneficiato di un restringimento degli spread sul debito e di un rialzo delle quotazioni azionarie (grafico 8). Le variazioni riguardanti le prospettive dell'economia statunitense sembrano aver esercitato un maggiore impatto sui prezzi delle attività in questi mercati rispetto agli eventi locali. Anche per quanto concerne l'ampliamento generalizzato degli spread verificatosi a metà settembre, non è chiaro in quale misura l'andamento del mercato sia ascrivibile a eventi locali, come il colpo di stato in Thailandia e i disordini in Ungheria, o alle notizie sull'attività economica statunitense. Le analisi di mercato di quel periodo hanno attribuito un peso elevato a queste ultime, opinione corroborata anche dal fatto che il debito in moneta locale e i titoli azionari non hanno in genere risentito significativamente delle cessioni nei mercati del debito e che gli spread si sono in seguito riportati rapidamente sui livelli pregressi, alla pubblicazione di notizie favorevoli sull'economia statunitense nel corso del mese.

Scarso impatto dell'instabilità politica

L'influsso predominante di fattori internazionali può apparire sorprendente, dato che in settembre si è concentrato un insieme inusuale di eventi sintomatici di instabilità politica in vari mercati emergenti, e non solo in Ungheria e Thailandia. L'ampliamento relativamente contenuto e breve dei differenziali dei paesi interessati da tali eventi indica che la fiducia degli operatori nella capacità e nella volontà dei soggetti sovrani di onorare il servizio del debito non è stata pressoché scalfita. Fra i pochi paesi che hanno registrato un protratto aumento degli spread figura l'Ecuador, dove il 26 novembre si sono tenute le elezioni presidenziali. I differenziali sul debito estero del paese sono cresciuti verso la fine di agosto, mentre i corsi petroliferi cominciavano a diminuire, e hanno segnato un balzo in settembre, dopo che i sondaggi di



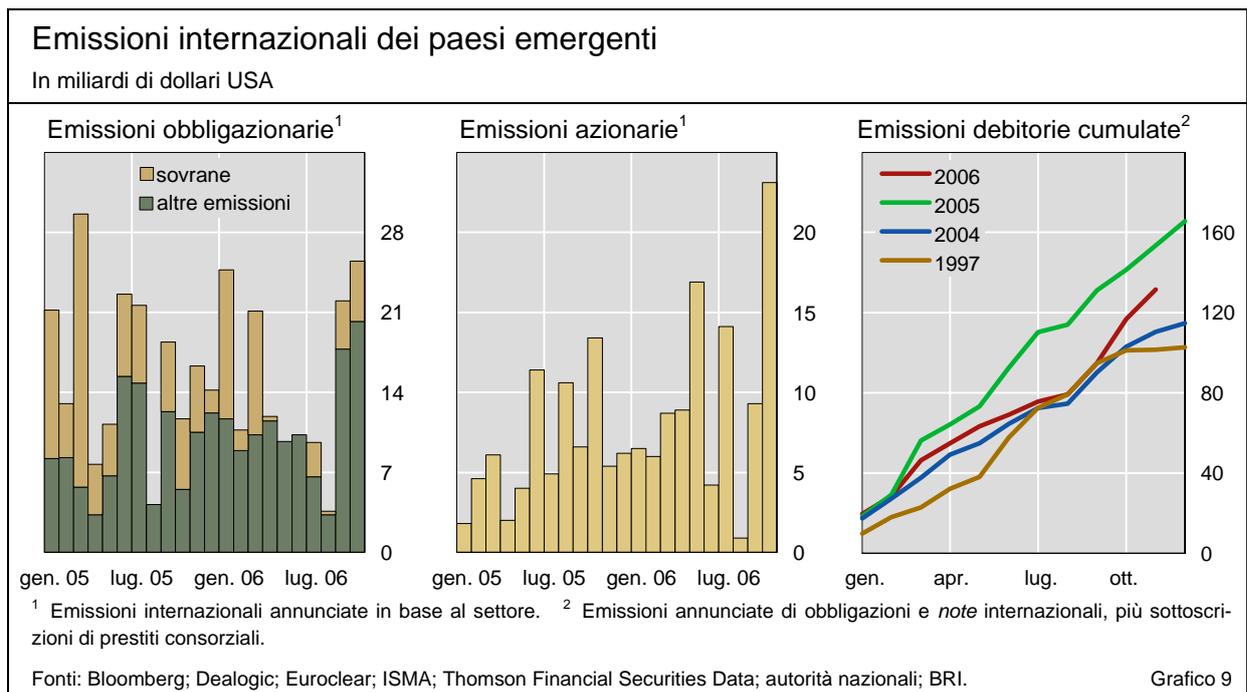
opinione davano per favorito un candidato che non aveva escluso la possibilità di un'insolvenza sul modello argentino qualora i negoziati con i creditori non avessero portato a una sostanziale riduzione dell'onere debitorio. Dopo un temporaneo restringimento in ottobre, gli spread sono aumentati a oltre 600 punti base dopo le elezioni, nonostante il candidato vincente avesse modificato le proprie dichiarazioni riguardo a un'eventuale insolvenza.

La fiducia in un atterraggio morbido dell'economia statunitense è andata di pari passo con la percezione di solidi fondamentali in molti mercati emergenti: le previsioni di crescita prevalenti per tali economie sono rimaste fortemente positive e i loro rating stabili. Un altro segnale della maggiore fiducia nelle prospettive dei mercati emergenti è stato il ritorno in auge dei fondi di investimento specializzati in tali mercati. Per la verità, gli importi affluiti a questi fondi sono rimasti molto inferiori a quelli registrati verso l'inizio dell'anno, ma il fatto stesso che siano tornati in positivo costituisce un cambiamento significativo rispetto ai deflussi osservati in estate.

Gli emittenti dei mercati emergenti hanno approfittato delle favorevoli condizioni dei mercati per emettere più debito estero e azioni (grafico 9, diagrammi di sinistra e centrale). I mutuatari sovrani hanno fatto ritorno al mercato internazionale, da cui erano praticamente assenti da aprile. La loro raccolta si è tuttavia mantenuta bassa rispetto al 2005, quando avevano anticipato i collocamenti per trarre vantaggio dalle condizioni propizie (grafico 9, diagramma di destra). Una delle ragioni alla base del basso livello delle emissioni va individuata nel miglioramento delle posizioni di bilancio della maggior parte delle economie emergenti negli ultimi anni, che ha ridotto l'esigenza di nuovo debito. Un altro fattore consiste nella sostituzione delle passività in valuta estera con passività in valuta nazionale da parte di alcuni emittenti. Il passaggio a titoli in moneta nazionale è stato particolarmente evidente in America latina, soprattutto in Brasile e Messico. Quest'ultimo paese

I fondamentali percepiti rimangono solidi

Le ridotte emissioni sovrane ...



ha esteso la curva dei rendimenti nel mercato locale da 20 a 30 anni grazie all'emissione di un'obbligazione trentennale in pesos verso la fine di ottobre.

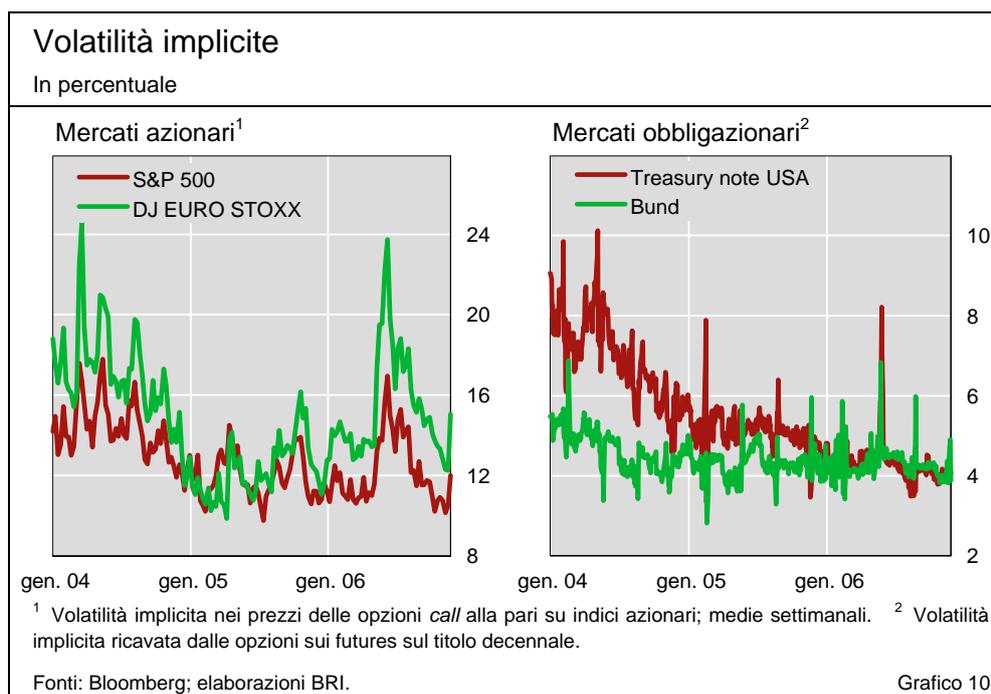
... contrastano con quelle vigorose del settore privato

Il settore privato ha tratto vantaggio delle condizioni di finanziamento favorevoli, e le sue emissioni hanno superato in larga misura i collocamenti di debito sovrano nel periodo in esame. Le emissioni di azioni a livello internazionale da parte di società dei mercati emergenti hanno raggiunto un nuovo massimo in ottobre, allorché la Cina ha venduto quote dell'Industrial and Commercial Bank of China sulle borse di Shanghai e Hong Kong. Tale operazione, per la quale le sottoscrizioni hanno ampiamente superato l'offerta, ha permesso di raccogliere \$19 miliardi, divenendo l'offerta pubblica iniziale più ingente al mondo.

Livello insolitamente basso delle volatilità implicite

Il basso livello delle volatilità implicite ...

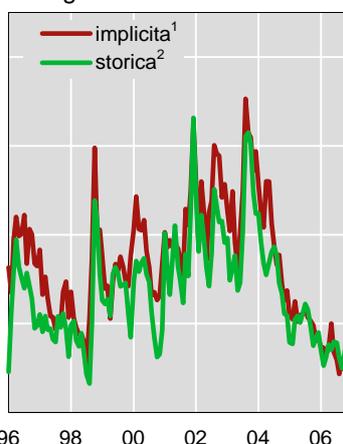
In un contesto apparentemente contraddistinto dal permanere di un'elevata incertezza circa la direzione della crescita economica, dell'inflazione e della politica monetaria – in particolare negli Stati Uniti –, la volatilità a breve termine implicita nei prezzi delle opzioni sui futures su titoli di Stato e su indici azionari è risultata assai contenuta (grafico 10). Ciò ha in larga misura rispecchiato gli andamenti della volatilità effettiva (grafico 11, diagramma di sinistra). Al tempo stesso, le stime dei premi a termine statunitensi indicavano che il compenso richiesto dagli investitori per sopportare il rischio associato con l'incertezza circa l'inflazione e i tassi di interesse reali futuri era pressoché nullo (grafico 11, diagramma centrale), e un quadro analogo emergeva dall'andamento dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro. Di norma, basse volatilità implicite e premi al rischio prossimi allo zero potrebbero essere interpretati come indicativi di un grado molto elevato di fiducia degli investitori riguardo all'evoluzione futura della politica monetaria e dei fondamentali



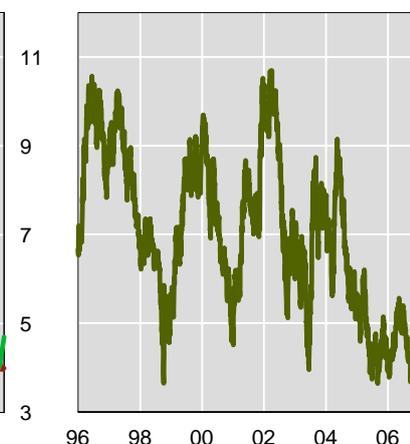
Clima di fiducia degli investitori

In percentuale

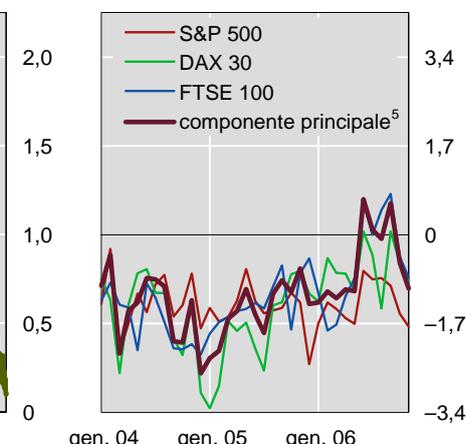
Volatilità del mercato obbligazionario USA



Premio a termine USA³



Indicatori dell'avversione al rischio⁴



¹ Volatilità implicita nel prezzo dei futures sul titolo decennale del Tesoro USA. ² Volatilità condizionata dei rendimenti giornalieri stimata sul periodo gennaio 1996-novembre 2006 applicando un modello GARCH(1,1) asimmetrico ai futures sul titolo decennale del Tesoro USA. ³ Premio a termine a dieci anni negli Stati Uniti, basato su 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. ⁴ Indicatori ricavati dalla differenza fra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. ⁵ Prima componente principale degli indicatori della propensione al rischio stimati per gli indici S&P 500, DAX 30 e FTSE 100.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 11

economici, e un'interpretazione analoga potrebbe applicarsi al livello contenuto degli spread osservati nei mercati creditizi. Tuttavia, considerato che, perlopiù, i dati pubblicati nel periodo non sono stati in grado di fornire un quadro chiaro della direzione dell'economia statunitense, è probabile che il prezzo delle attività finanziarie e dei derivati collegati sia stato influenzato da un'elevata propensione al rischio degli investitori. In effetti, agli inizi di novembre un indicatore dell'avversione al rischio nel mercato azionario basato sulle opzioni risultava essersi ampiamente riportato al livello precedente la fase di vendite di maggio e giugno (grafico 11, diagramma di destra).

In tale contesto, i mercati sono stati interessati da un'improvvisa esplosione della volatilità a seguito di una flessione significativa del dollaro il 24 novembre e nei giorni seguenti. Non è chiaro quale sia stato l'evento scatenante del deprezzamento, che potrebbe comunque aver risentito delle dichiarazioni rilasciate da una banca centrale asiatica circa l'impatto della debolezza della moneta statunitense sul valore delle riserve valutarie ufficiali. Ad acuire ulteriormente la preoccupazione degli investitori a fine novembre è stata una serie di sorprese relative all'economia statunitense, fra cui dati inferiori al previsto sulle vendite di nuove abitazioni e una correzione al rialzo della crescita del PIL per il terzo trimestre. Nel complesso, nei giorni successivi al 24 novembre i mercati azionari statunitensi ed europei hanno perso un paio di punti percentuali, che sono stati peraltro abbondantemente recuperati in seguito. Alla fine di novembre, tuttavia, la volatilità implicita del mercato azionario non si era completamente riportata sui bassi livelli osservati a metà del mese, pur rimanendo contenuta in base ai parametri storici.

... potrebbe riflettere un'elevata propensione al rischio

Balzo della volatilità al deprezzamento del dollaro