

Quadro generale degli sviluppi: mercati al rialzo sino a febbraio inoltrato¹

Nel periodo compreso tra fine novembre e febbraio inoltrato i prezzi delle attività rischiose sono saliti, sostenuti dai segnali di miglioramento delle prospettive di crescita economica e dal livello delle volatilità implicite, rimaste in prossimità dei minimi storici. In tale contesto, sono aumentati i rendimenti dei titoli pubblici nei principali mercati e si è diffusa tra gli investitori la percezione che nel breve periodo la politica monetaria sarebbe stata più restrittiva di quanto inizialmente previsto. Negli Stati Uniti la pubblicazione di dati che segnalavano un vigore sorprendente dell'economia, in particolare nella prima metà del periodo in esame, ha contribuito ad affievolire le attese di un abbassamento a breve termine dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve.

La redditività delle imprese e la protratta vivacità dell'attività di fusione e acquisizione hanno contribuito ai rialzi sui mercati azionari mondiali. Nel contempo, gli spread sul debito societario ad alto rendimento sono scesi ai minimi storici, rispecchiando la forte propensione al rischio degli investitori, la solidità dei bilanci aziendali e tassi di insolvenza insolitamente bassi, specie fra i mutuatari più rischiosi. Gli spread in alcuni mercati delle *collateralised debt obligation* (CDO), principalmente quelli collegati al settore dell'edilizia residenziale negli Stati Uniti, si sono notevolmente ampliati negli ultimi due mesi, preannunciando forse più in generale una svolta nel ciclo creditizio per i mesi a venire.

Analogamente a quanto osservato nei mercati creditizi ad alto rendimento delle economie avanzate, anche nei mercati emergenti gli spread hanno toccato i minimi storici nei primi due mesi del 2007, mentre le quotazioni azionarie hanno continuato a salire. Sebbene gli eventi locali abbiano influito negativamente su alcuni singoli paesi, fino all'ultima settimana di febbraio essi non sembravano avere prodotto complessivamente un impatto di rilievo sulle aspettative riguardo alle attività dei mercati emergenti. Al contrario, la maggior parte degli investitori prevedeva un perdurante vigore delle economie emergenti in generale e un miglioramento delle prospettive per l'economia statunitense. L'elevata propensione al rischio ha probabilmente costituito un

¹ Il periodo coperto in questa sezione va da fine novembre 2006 al 23 febbraio 2007.

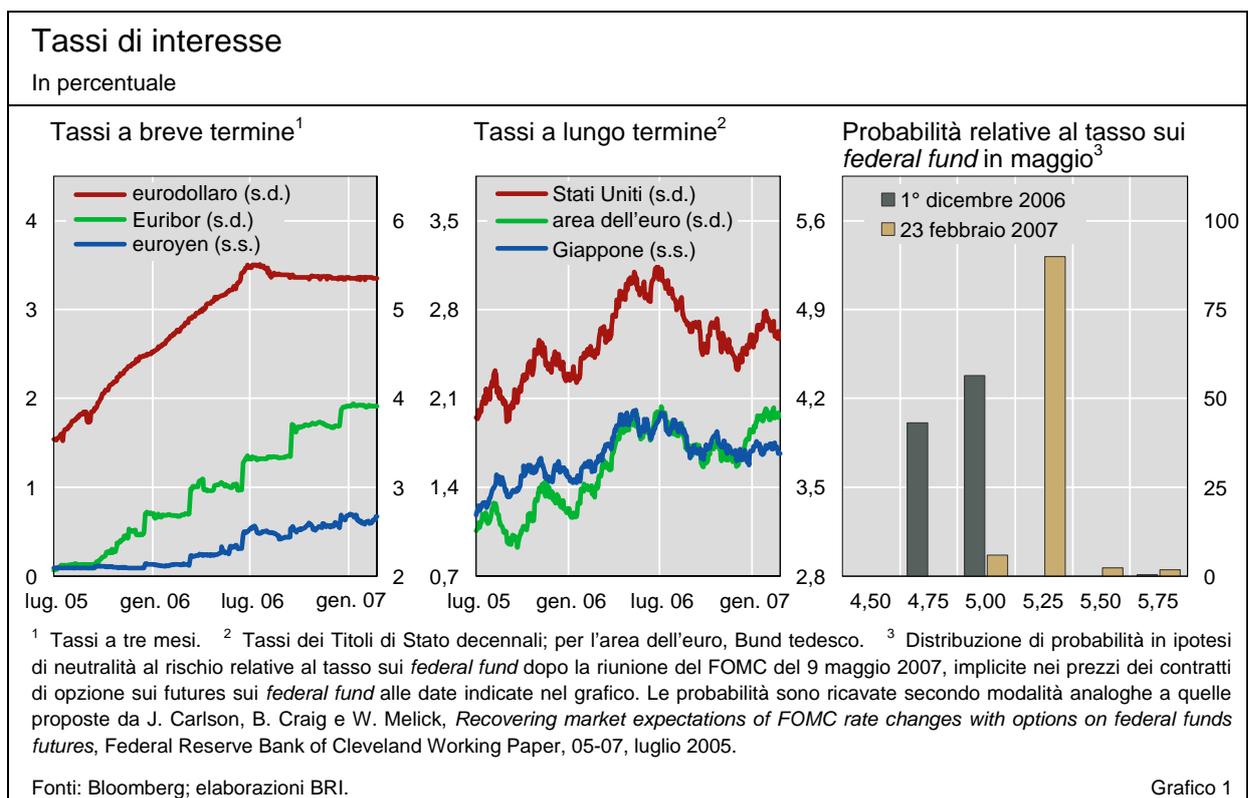
altro importante fattore all'origine dell'andamento dei prezzi delle attività nei mercati emergenti durante il periodo in rassegna.

Rendimenti obbligazionari sospinti verso l'alto dai dati economici positivi

I rendimenti dei titoli di Stato nelle principali economie industrializzate sono saliti tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007. Dopo aver toccato all'inizio del dicembre 2006 il livello più basso di circa un anno, il rendimento del Treasury USA decennale è salito di quasi 50 punti base, attestandosi al 4,90% alla fine di gennaio, per poi ridiscendere intorno al 4,70% verso la fine di febbraio (grafico 1, diagramma centrale). Nell'area dell'euro i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno seguito un andamento analogo, con un rialzo di quasi 40 punti base, al 4,05%, nel caso del Bund decennale tedesco. I rendimenti sono saliti anche in Giappone, ma in misura notevolmente minore che in Europa e negli Stati Uniti: verso la fine di febbraio il rendimento dei titoli del Tesoro decennali nipponici si è collocato appena sotto l'1,70%, con un incremento inferiore a 10 punti base rispetto all'inizio di dicembre del 2006. I tassi di interesse a breve termine del mercato monetario sono rimasti stabili negli Stati Uniti, rispecchiando l'orientamento invariato della politica monetaria della Federal Reserve, mentre sono saliti nell'area dell'euro e in Giappone, dove i tassi ufficiali sono stati innalzati (grafico 1, diagramma di sinistra).

Salgono i rendimenti dei titoli pubblici ...

Il rialzo dei rendimenti obbligazionari, in particolare negli Stati Uniti e in certa misura in Europa, può essere parzialmente ricondotto alla percezione, sempre più diffusa tra gli investitori, che la politica monetaria avrebbe potuto rivelarsi più restrittiva di quanto originariamente previsto. Stando ai prezzi delle

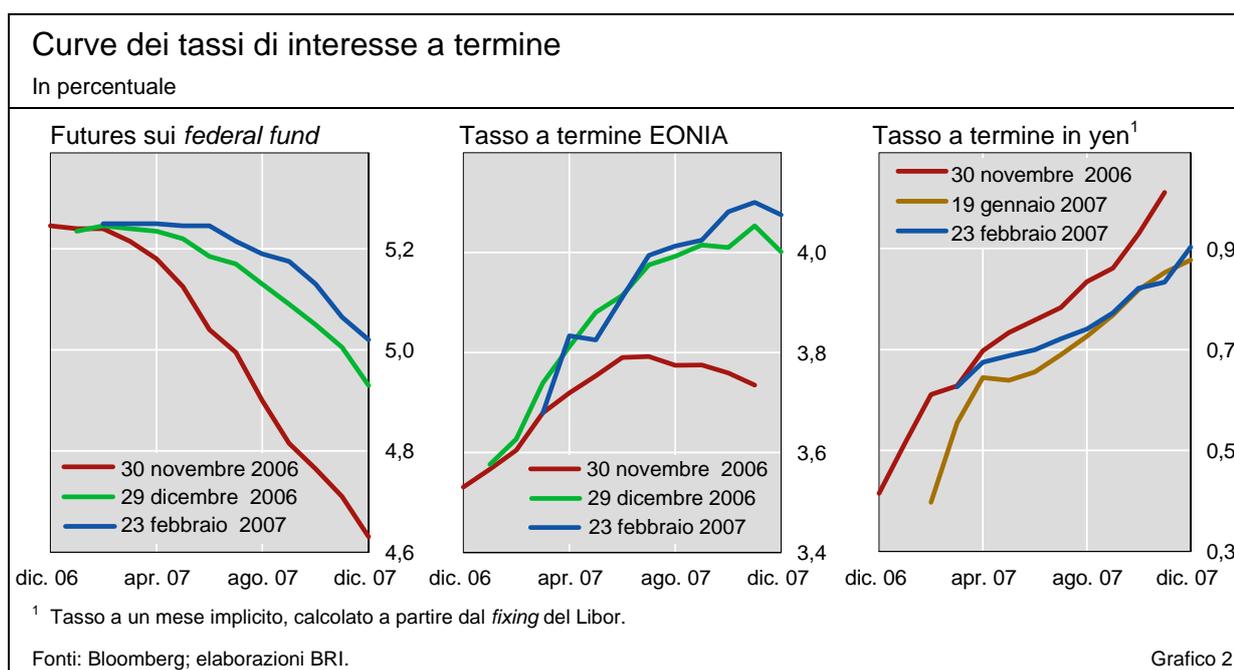


... al venir meno delle "certezze" di un taglio dei tassi da parte della Fed

opzioni relative ai futures sui *federal fund* a inizio dicembre, i mercati consideravano che nei primi cinque mesi del 2007 la Federal Reserve avrebbe ridotto i tassi di 25 punti base quasi certamente in un'occasione e molto probabilmente in due occasioni (grafico 1, diagramma di destra). Tuttavia, a fine febbraio il mercato delle opzioni evidenziava che un allentamento entro il mese di maggio era quasi completamente escluso, essendo pari al 90% la probabilità che i tassi sarebbero rimasti invariati. Inoltre, un netto spostamento verso l'alto dell'intera curva dei futures sui *federal fund* segnalava che le probabilità di un taglio dei tassi nel corso del secondo semestre erano notevolmente diminuite (grafico 2, diagramma di sinistra). La convinzione dei mercati secondo cui i tassi ufficiali sarebbero rimasti sostanzialmente stabili per qualche tempo è stata rafforzata dalla dichiarazione del FOMC del 31 gennaio e dall'audizione del Presidente della Federal Reserve dinanzi al Congresso due settimane dopo, dove si constatava la rinnovata solidità della crescita economica, indicando al tempo stesso un miglioramento dei dati relativi all'inflazione di fondo. Nell'area dell'euro, la BCE ha aumentato come previsto di 25 punti base i tassi ufficiali il 7 dicembre, lasciandoli poi invariati in gennaio e febbraio. Gli andamenti della curva dei tassi a termine EONIA indicavano che, rispetto al novembre 2006, a fine febbraio le previsioni degli operatori di mercato si orientavano verso un inasprimento maggiore della politica monetaria nell'area dell'euro nel 2007 (grafico 2, diagramma centrale).

La Bank of England sorprende i mercati ...

Il periodo in esame si è contraddistinto per due decisioni di politica monetaria che hanno sorpreso i mercati. L'11 gennaio la Bank of England ha innalzato i tassi, in una mossa quasi del tutto inattesa dagli investitori che ha indotto un notevole rialzo dei rendimenti obbligazionari britannici, nonché effetti indiretti anche oltre confine. La decisione si fondava su dati noti alla banca centrale, ma non ancora comunicati ai mercati, secondo i quali l'inflazione dei prezzi al consumo nel Regno Unito aveva toccato il 3%, superando di un intero punto percentuale l'obiettivo della Bank of England.



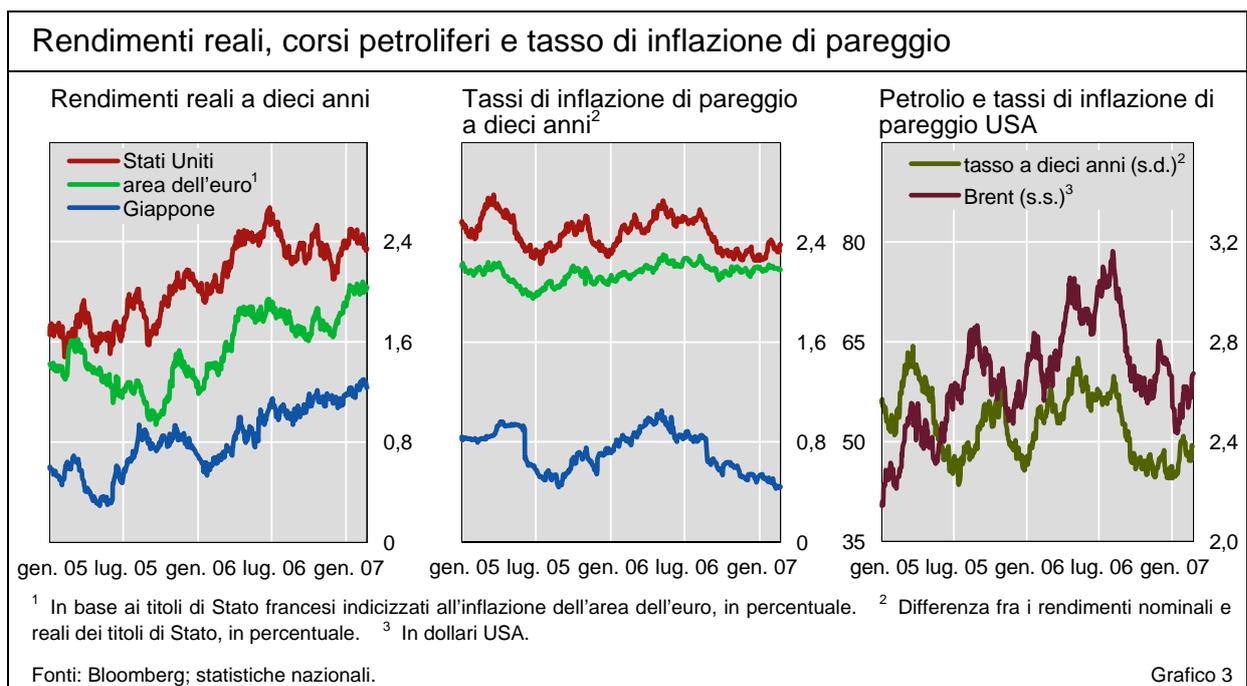
In Giappone, alla vigilia della riunione di politica monetaria della Bank of Japan del 17-18 gennaio, le attese del mercato collocavano intorno al 70-80% la probabilità di un rialzo dei tassi, calcolata in base sia ai tassi del mercato monetario sia alle indagini presso gli analisti. Tuttavia, il giorno precedente l'annuncio della decisione i media hanno indicato come improbabile un inasprimento monetario, provocando un considerevole calo dei rendimenti obbligazionari. Pertanto, il successivo annuncio ufficiale con cui si lasciavano invariati i tassi di riferimento ha avuto un impatto solo modesto sui mercati obbligazionari. Le volatilità implicite sui tassi di interesse a breve in yen sono cresciute, mentre i tassi di interesse sono scesi e quelli a termine impliciti si sono spostati verso il basso. In seguito, il segmento della curva dei tassi a termine impliciti corrispondente al secondo semestre 2007 non ha registrato variazioni di rilievo dopo che la Bank of Japan ha deciso di innalzare il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base, allo 0,5%, in occasione della successiva riunione di politica monetaria il 21 febbraio (grafico 2, diagramma di destra).

così come la Bank of Japan

Il nesso tra le percezioni concernenti il vigore dell'attività economica e le attese del mercato riguardo alla politica monetaria è risultato evidente sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro. La diffusione di una serie di dati, in particolare nei mesi di dicembre e gennaio, indicativi di una sorprendente tenuta dell'economia statunitense, unitamente alla flessione dei prezzi del greggio, ha indotto una revisione delle previsioni degli operatori, divenute più ottimistiche. Anche nell'area dell'euro i dati pubblicati hanno continuato a delineare un quadro positivo dell'attività economica presente e futura. Di fronte all'accumularsi di notizie favorevoli, i rendimenti obbligazionari nominali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono cresciuti, in larga parte per effetto di un aumento dei rendimenti reali (grafico 3, diagramma di sinistra). Nondimeno,

Le notizie economiche positive ...

... fanno salire i rendimenti reali e nominali



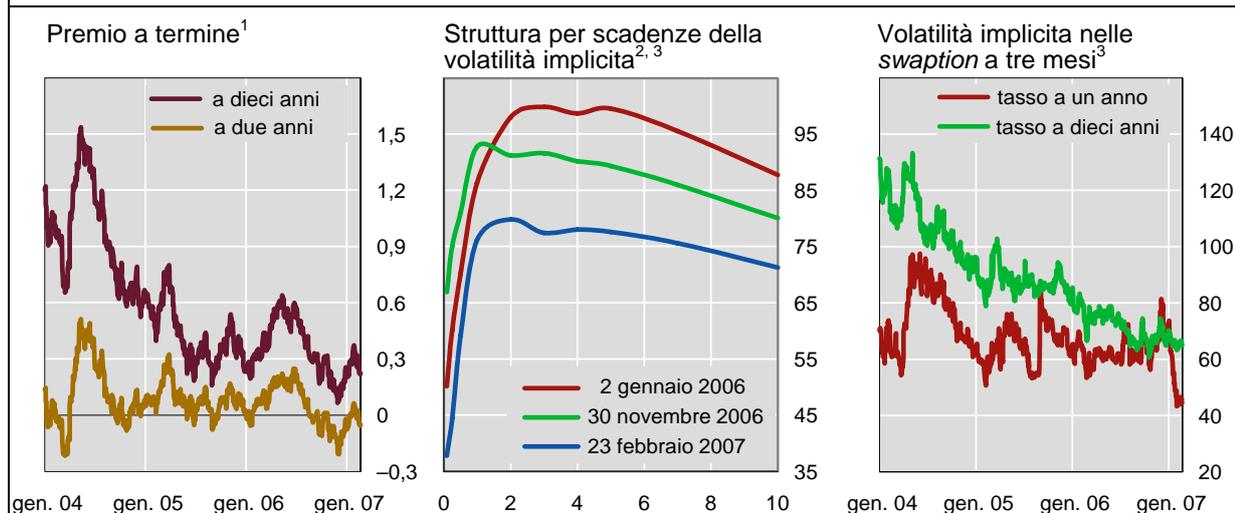
verso la fine del periodo in esame il parziale recupero dei prezzi del greggio e la pubblicazione di alcuni dati meno positivi sono parsi raffreddare l'ottimismo degli investitori per l'economia statunitense, determinando il ritorno dei rendimenti obbligazionari USA su livelli inferiori.

... lasciando pressoché invariati i tassi di inflazione di pareggio

Il rialzo dei rendimenti obbligazionari nominali nelle principali economie industrializzate a partire da fine novembre è stato in certa misura contenuto dai nuovi dati sull'inflazione, che per la maggior parte indicavano pressioni sui prezzi invariate o in calo. I tassi di inflazione di pareggio sono rimasti abbastanza stabili in Europa e negli Stati Uniti (grafico 3, diagramma centrale). La flessione delle quotazioni petrolifere può avere contribuito a tale andamento, almeno fino a metà gennaio, quando i corsi sono tornati a salire (grafico 3, diagramma di destra). I tassi di inflazione di pareggio negli Stati Uniti sono tuttavia lievemente aumentati dopo la pubblicazione di dati sull'inflazione USA più elevati del previsto nella seconda metà di febbraio.

Le stime relative ai premi a termine nominali nella struttura per scadenze dei tassi di interesse statunitensi indicano che il rialzo dei rendimenti obbligazionari era in parte riconducibile a un aumento dei premi dai livelli eccezionalmente bassi toccati all'inizio di dicembre (grafico 4, diagramma di sinistra). L'incremento del premio decennale ricalcava quasi completamente quello nel segmento a due anni, segnalando che il compenso richiesto dagli investitori per assumersi il rischio di tasso di interesse era aumentato uniformemente lungo tutta la struttura per scadenze. Ciò nonostante, la crescita dei premi spiegava solo circa la metà dell'incremento complessivo dei rendimenti nominali, facendo ritenere che una sua ampia parte fosse riconducibile a revisioni al rialzo dell'andamento atteso dei tassi di interesse da parte degli investitori.

Premi a termine e volatilità implicita nelle *swaption* negli Stati Uniti



¹ Premio a termine, in percentuale, calcolato secondo 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. ² Struttura per scadenze delle volatilità implicite dei tassi swap a un anno. Sull'asse delle ascisse sono riportate le scadenze espresse in anni. ³ In punti base per anno.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 4

L'incertezza circa le prospettive per i tassi di interesse a breve termine, misurata dalla volatilità a tre mesi implicita nei prezzi delle *swaption* sui tassi swap a un anno, ha toccato nuovi minimi a gennaio e febbraio (grafico 4, diagramma di destra). Al contrario, la volatilità implicita dei tassi swap a dieci anni ha registrato una diminuzione notevolmente inferiore, a indicare forse una riduzione particolarmente netta dell'incertezza nel segmento a breve termine della struttura per scadenze. Verosimilmente, tale andamento era riconducibile alla percezione, sempre più diffusa tra gli investitori, che con ogni probabilità la Federal Reserve avrebbe mantenuto i tassi di interesse invariati ancora per qualche tempo. Ciò ha trovato riscontro anche in una notevole diminuzione della dispersione delle probabilità associate ai valori futuri dei tassi sui *federal fund* (grafico 1, diagramma di destra).

Le volatilità implicite dei tassi di interesse toccano nuovi minimi ...

La diminuzione delle volatilità implicite dei tassi swap a un anno non si è limitata alle sole *swaption* a breve termine, ma si è estesa all'intera struttura per scadenze tra fine novembre 2006 e gli ultimi giorni di febbraio 2007 (grafico 4, diagramma centrale). Mentre per gli orizzonti temporali oltre i due anni si è trattato di un proseguimento della flessione in atto da buona parte del 2006, per gli orizzonti più brevi il calo iniziato a fine novembre ha costituito un'inversione rispetto ai rialzi già registrati nel secondo semestre 2006. Lo spostamento verso il basso della curva delle volatilità a partire da novembre è risultato sostanzialmente parallelo per tutte le scadenze fino a dieci anni, indicando che la diminuzione dell'incertezza relativa agli andamenti dei tassi a breve veniva considerata strutturale, e quindi persistente, oppure rifletteva in parte una riduzione del compenso richiesto dal mercato per sopportare il rischio di variazioni inattese della volatilità sull'insieme degli orizzonti temporali.

... su tutte le scadenze

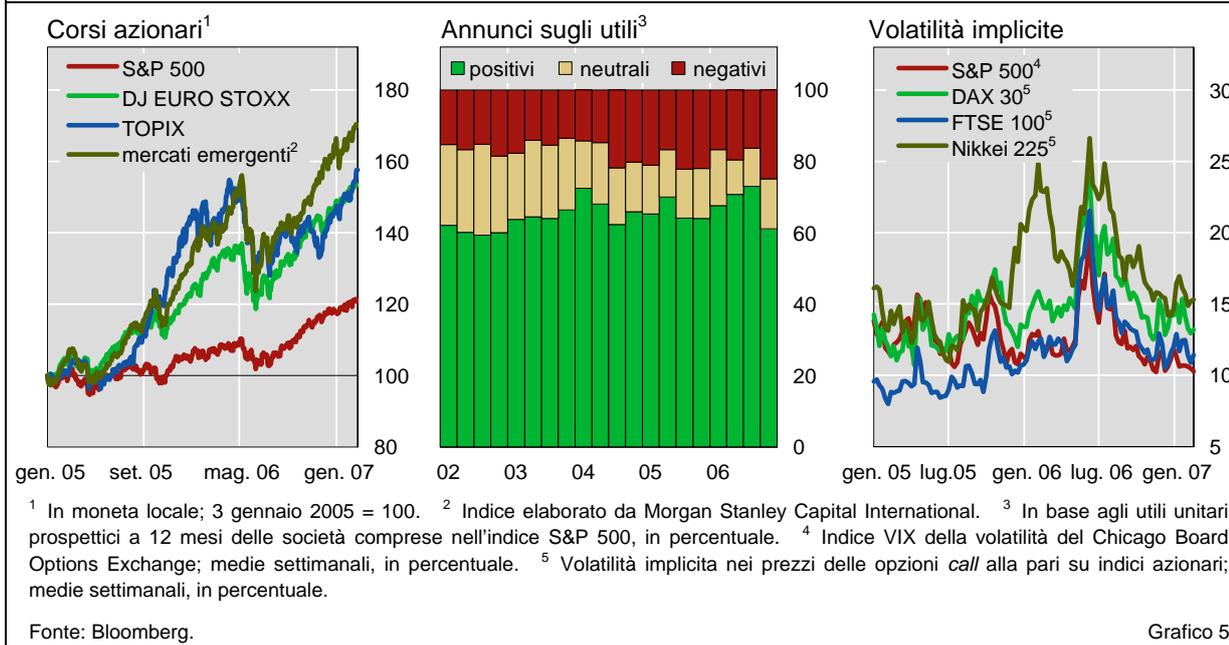
Fusioni e acquisizioni danno slancio ai mercati azionari

Tra fine novembre 2006 e febbraio inoltrato i mercati azionari globali hanno segnato ulteriori progressi, più pronunciati in Giappone e in Europa che non negli Stati Uniti (grafico 5, diagramma di sinistra). L'indice TOPIX è salito del 13%, toccando il livello più alto degli ultimi quindici anni. Analogamente, gli indici DJ EURO STOXX ed S&P 500 hanno guadagnato rispettivamente il 9 e il 4%, collocandosi entrambi sui livelli più elevati degli ultimi sei anni.

I mercati azionari statunitensi sono stati influenzati dai flussi di informazioni concernenti il vigore relativo degli utili societari del quarto trimestre rispetto ai trimestri precedenti. Gli operatori si sono nondimeno mostrati sensibili anche ai segnali di un eventuale rallentamento del mercato nazionale degli immobili residenziali. Il 24 gennaio l'indice S&P 500 ha toccato brevemente il livello più elevato degli ultimi sei anni, dopo l'annuncio di utili migliori del previsto per Yahoo! e Sun Microsystems, ripiegando tuttavia il giorno successivo a seguito della pubblicazione di dati inferiori alle aspettative sulle vendite di abitazioni esistenti e di utili deludenti da parte di altre importanti società. All'inizio di febbraio l'indice aveva recuperato terreno, in parte grazie a notizie positive sull'andamento dei profitti, ma è arretrato

L'indice S&P 500 tocca il massimo degli ultimi sei anni

Mercati azionari e utili societari



temporaneamente dopo i comunicati diramati l'8 febbraio da HSBC Holdings e New Century Financial Corporation, che lasciavano intravedere un peggioramento del mercato dei prestiti ipotecari *subprime* negli Stati Uniti (si veda oltre).

Rallenta la crescita degli utili negli Stati Uniti

Nel complesso, gli utili societari statunitensi per il quarto trimestre si sono rivelati superiori alle stime degli analisti, sebbene la loro crescita sia sembrata più lenta rispetto ai trimestri precedenti. A fine febbraio, quando quasi tutte le imprese incluse nell'indice S&P 500 avevano pubblicato i profitti realizzati, le sorprese positive risultavano ancora una volta maggiori di quelle negative, anche se in misura inferiore rispetto ai trimestri precedenti (grafico 5, diagramma centrale). La percentuale delle società che hanno fatto registrare sorprese positive (61%) è stata la più bassa dal quarto trimestre 2002, mentre quella che ha riportato sorprese negative (25%) è stata la più elevata dal terzo trimestre 1998. Inoltre, la crescita aggregata degli utili nel quarto trimestre, pari a poco meno del 10% (su base ponderata per il numero delle azioni), era notevolmente inferiore al 15% e oltre osservato in fasi analoghe nei tre precedenti periodi di segnalazione.

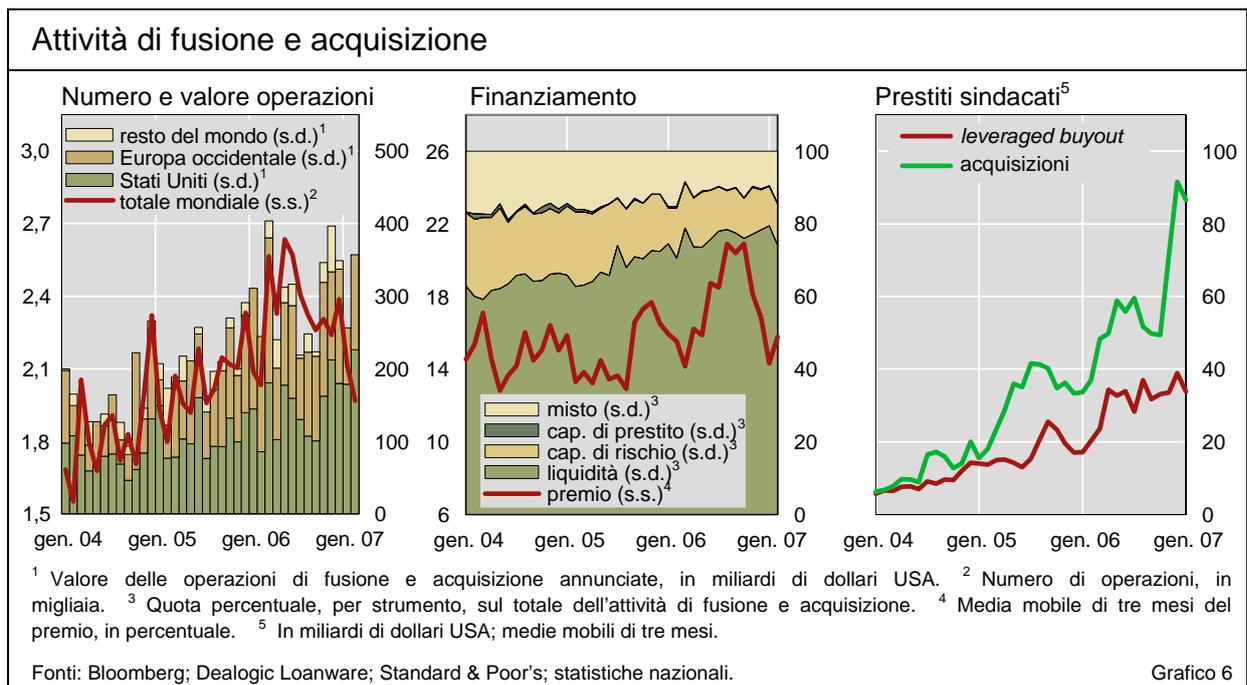
Il vigore complessivo della redditività delle imprese ha dato slancio anche ai mercati azionari europei, che si sono altresì giovati dei dati favorevoli sugli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Le notizie positive sugli utili e le voci di acquisizioni societarie hanno permesso all'indice DJ EURO STOXX di salire per dieci giorni consecutivi nella prima quindicina di dicembre, segnando il più lungo rialzo di questo genere dal 1997. Benché il flusso di notizie sull'andamento dei profitti abbia talvolta raffreddato l'entusiasmo degli investitori, le azioni hanno continuato il loro *trend* positivo fino a metà febbraio, portando l'indice al livello più elevato degli ultimi sei anni il 24 gennaio.

Dopo un periodo di indecisione nel terzo trimestre 2006, verso fine novembre l'andamento dei mercati azionari giapponesi ha infine preso una chiara direzione rialzista. Al riguardo, ha avuto un ruolo fondamentale la solida redditività delle imprese, per quanto l'aumento sia stato in parte riconducibile anche all'indebolimento dello yen, originato probabilmente da operazioni di *carry trade* che hanno esercitato una pressione al ribasso sulle valute di finanziamento (cfr. il riquadro alla pagina seguente). L'ascesa dei corsi è iniziata dopo il 22 novembre, quando lo yen ha toccato il minimo storico nei confronti dell'euro, e ha finito per proiettare l'indice TOPIX al livello più elevato degli ultimi 15 anni il 21 febbraio. Le imprese dei settori siderurgico e dei trasporti marittimi hanno realizzato i guadagni più consistenti, ma i risultati di quelle automobilistiche e dell'elettronica di consumo figuravano parimenti tra i migliori.

Il deprezzamento dello yen favorisce le azioni giapponesi

Anche le notizie relative alle operazioni di fusione e acquisizione hanno contribuito a sostenere i mercati azionari sia in Europa che negli Stati Uniti. L'annuncio dell'acquisto di Mellon Financial da parte di Bank of New York il 4 dicembre, ad esempio, ha favorito un aumento dell'1% dell'indice S&P 500. Il 7 febbraio il fondo di *private equity* Blackstone si è aggiudicato la gara per l'acquisizione di Equity Office Properties Trust con un'offerta di \$39 miliardi, portando a termine il maggiore *leveraged buyout* mai realizzato. Più in generale, gli indicatori relativi ai finanziamenti destinati a fusioni e acquisizioni segnalavano perlopiù la persistenza di livelli elevati di attività, benché il numero di operazioni annunciate sia lievemente diminuito negli ultimi mesi (grafico 6, diagramma di sinistra).

Oltre agli utili societari e alle operazioni di fusione e acquisizione, anche la maggiore propensione al rischio degli investitori pare avere contribuito ai rialzi sui principali mercati azionari. Le volatilità implicite sono rimaste su livelli contenuti rispetto alla metà del 2006, in particolare per l'indice S&P 500



Evidenze relative all'attività di *carry trade* su valute

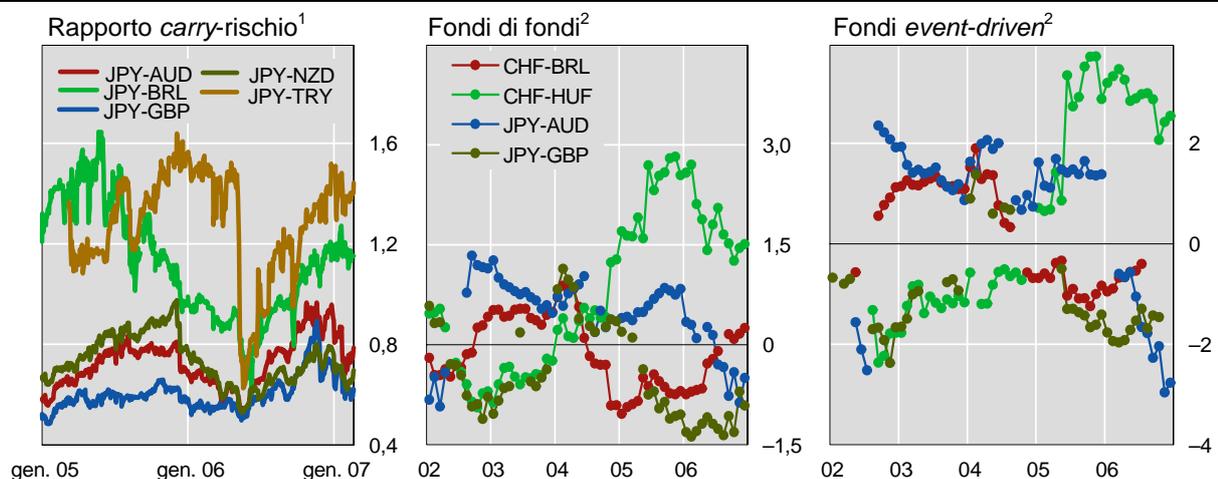
Patrick McGuire e Christian Upper

Molti operatori hanno attribuito la recente debolezza dello yen e del franco svizzero a un aumento delle strategie di *carry trade* finanziate in tali valute. Tuttavia, il volume di simili operazioni non è facilmente quantificabile sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, sia a causa dell'incompletezza dei dati, che non consente di distinguere a prima vista le posizioni di questo tipo da altre operazioni, sia perché non vi è accordo sull'esatta definizione di *carry trade*¹. Attingendo a varie fonti statistiche, il presente riquadro tenta di stabilire se l'attività in questo segmento sia stata effettivamente intensa negli ultimi mesi. Nel complesso, l'evidenza empirica offre indicazioni contrastanti. Mentre le posizioni in derivati confermano sostanzialmente una crescita dell'attività, specie per le operazioni finanziate in yen, le statistiche sul credito bancario internazionale sono di più difficile interpretazione. Analogamente, i rendimenti degli *hedge fund* (o fondi speculativi) appaiono sensibili ai flussi monetari rivenienti dai *carry trade*, ma anche in questo caso i risultati sono tutt'altro che probanti.

Il flusso di pagamenti (*payoff*) atteso su un *carry trade* dipende dal differenziale di interesse e dalla probabilità di movimenti sfavorevoli dei tassi di cambio. Il rapporto *carry-rischio*² – una misura *ex ante* dell'attrattiva di una data coppia di valute – indica che da metà 2006 le operazioni di *carry trade* finanziate in yen con talune valute dei mercati emergenti come contropartita (quali il real brasiliano o la lira turca) sono divenute sempre più appetibili, mentre hanno perso smalto negli ultimi mesi le operazioni sulle valute delle economie più avanzate (grafico A, diagramma di sinistra). I *carry trade* finanziati in franchi svizzeri presentano un profilo analogo, anche se i rapporti *carry-rischio* sono generalmente inferiori a quelli delle operazioni finanziate in yen.

Gli *hedge fund* sembrerebbero ricorrere massicciamente a queste operazioni. In effetti, le regressioni dell'analisi di stile mostrano che la redditività dei fondi speculativi è in parte determinata dai ritorni dei *carry trade*³. Per molte categorie di *hedge fund*, tra cui i fondi di fondi e gli *event-driven*, le *proxy* dei flussi monetari realizzati per varie posizioni di *carry trade* sono statisticamente significative, anche se il loro effetto netto complessivo sulla redditività dei fondi non pare essere aumentato di recente (grafico A, diagrammi centrale e di destra). In alcuni casi i coefficienti stimati sono negativi, rispecchiando forse prese di posizioni nell'aspettativa di una liquidazione del *carry trade* o in funzione della performance relativa delle diverse coppie valutarie.

Rendimenti degli *hedge fund* e flussi monetari dei *carry trade*



¹ Differenziale di interesse a tre mesi diviso per la volatilità implicita dell'opzione valutaria; yen come moneta di finanziamento. ² Coefficienti ottenuti da regressioni mobili graduali di 24 mesi dei rendimenti degli *hedge fund* su indici di mercato e *proxy* dei flussi di pagamento dei *carry trade*; la prima moneta di ciascuna coppia è quella di finanziamento.

Fonti: Datastream; HFR; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Grafico A

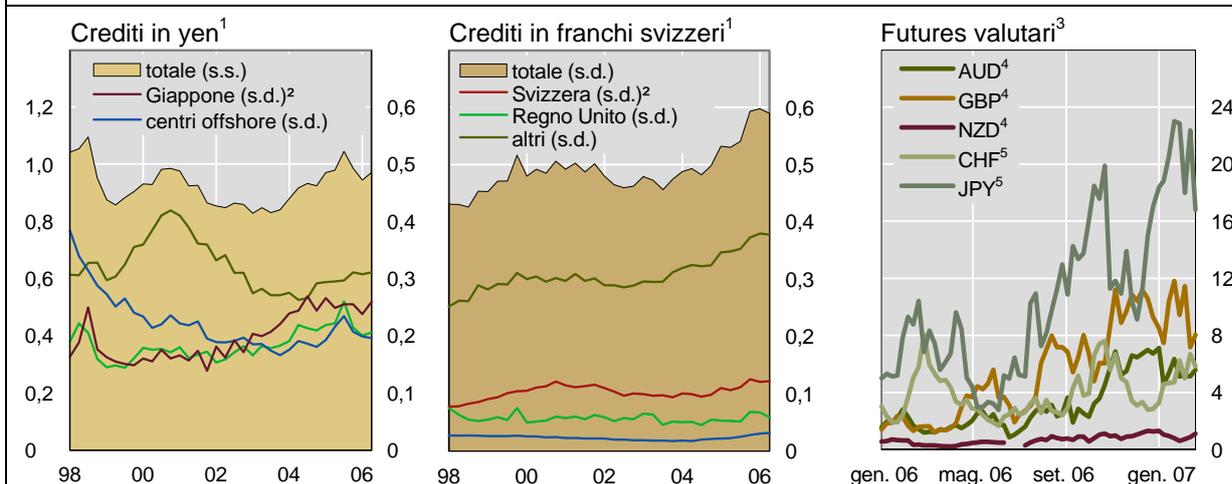
³ Alcuni osservatori classificano come *carry trade* tutte le posizioni creditorie in valuta, compresi, ad esempio, gli acquisti di obbligazioni in valuta estera da parte di privati in Giappone o l'indebitamento ipotecario in franchi svizzeri di residenti nei paesi dell'Europa centrale. Questo riquadro considera invece principalmente le operazioni speculative con posizioni simmetriche lunghe e corte, poiché si può ritenere più probabile che queste vengano liquidate rapidamente in presenza di turbative del mercato. ⁴ Definito come differenziale di interesse a tre mesi ponderato per la volatilità implicita dei tassi di cambio. ⁵ L'analisi di stile consiste in regressioni campionarie dei rendimenti degli *hedge fund* su variabili esplicative che ricalcano i rendimenti di indici ampi di mercato e su *proxy* dei flussi monetari generati dai *carry trade*. Essa impiega i dati sui rendimenti di *hedge fund* rilevati da HFR e regressioni mobili di 24 mesi su singole famiglie di fondi. Per una trattazione più approfondita, cfr. P. McGuire et al., "Esposizione e grado di leva degli *hedge fund*: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005.

Anche altre fonti statistiche possono fornire indicazioni al riguardo. Una strategia di *carry trade* può essere attuata mediante indebitamento e reimpiego dei fondi, oppure assumendo posizioni in derivati, spesso coperte sul mercato a pronti, che possono lasciare tracce nelle statistiche bancarie internazionali della BRI. È tuttavia difficile accertare in quale misura le variazioni in tali statistiche siano imputabili a *carry trade*, giacché i flussi creditizi globali rispecchiano vari tipi di attività economica. Si può presumere che un aumento dei crediti a residenti nei centri finanziari, dove sono insediati molti fondi speculativi e unità di negoziazione degli intermediari finanziari, rifletta maggiormente un'attività di *carry trade*, quantomeno nell'accezione ristretta del termine, rispetto a un incremento analogo in altre località dell'area dichiarante. Ciò posto, le evidenze di una recente crescita dei *carry trade* nelle statistiche della BRI non sono univoche (grafico B, riquadri di sinistra e centrale)[®]. L'aumento dello stock di attività in essere denominate in yen nella seconda metà del 2005 ha di fatto rispecchiato in parte nuovi crediti a residenti nel Regno Unito e nei centri offshore; tuttavia, da allora le posizioni creditorie sono diminuite. I crediti in franchi svizzeri sono aumentati nel primo semestre 2006, ma le attività verso prenditori in quelle piazze finanziarie sono rimaste relativamente modeste, essendo l'incremento principalmente dovuto ai maggiori impieghi verso residenti nell'area dell'euro.

I dati sulle posizioni aperte in futures sulle valute utilizzate per il finanziamento e l'investimento in operazioni di *carry trade* forniscono i più solidi riscontri di un aumento di queste operazioni negli ultimi mesi. Da metà 2006 a fine febbraio 2007 le posizioni corte non commerciali ("speculative") in futures su yen negoziati negli Stati Uniti hanno registrato una crescita, specie nei periodi di deprezzamento dello yen (grafico B, diagramma di destra). Per contro, le posizioni speculative corte in franchi svizzeri offrono scarsi elementi a riprova di una crescita delle operazioni di *carry trade* in quel periodo. Le posizioni speculative lunghe nei contratti sulle principali valute di investimento dei paesi sviluppati evidenziano una considerevole espansione nella seconda metà del 2006, mentre risultano in leggero calo agli inizi del 2007 (grafico B, diagramma di destra), in linea con l'aumento e la successiva flessione del rapporto *carry*-rischio durante il periodo. Le variazioni settimanali di questo rapporto sembrano tuttavia spiegare una quota solo modesta dei movimenti nelle posizioni speculative, sebbene la correlazione sia statisticamente significativa per talune valute[®].

I riscontri forniti dal mercato OTC dei derivati sono ancora più approssimativi di quelli relativi ai contratti negoziati in borsa. L'indagine semestrale della BRI sui mercati derivati OTC indica che nella prima metà del 2006 le posizioni in contratti denominati nelle principali valute di finanziamento e investimento sono cresciute più rapidamente del mercato nel suo insieme. Stando ai dati, più recenti, di CLS Bank, verso la fine del 2006 si è verificato un lieve incremento nei volumi di swap in yen, franchi svizzeri e sterline. Tuttavia, poiché il turnover di questi contratti è rimasto relativamente stabile, è da ritenere che l'attività abbia tratto impulso soprattutto da fattori diversi dai *carry trade*.

Rilevazione dei *carry trade*



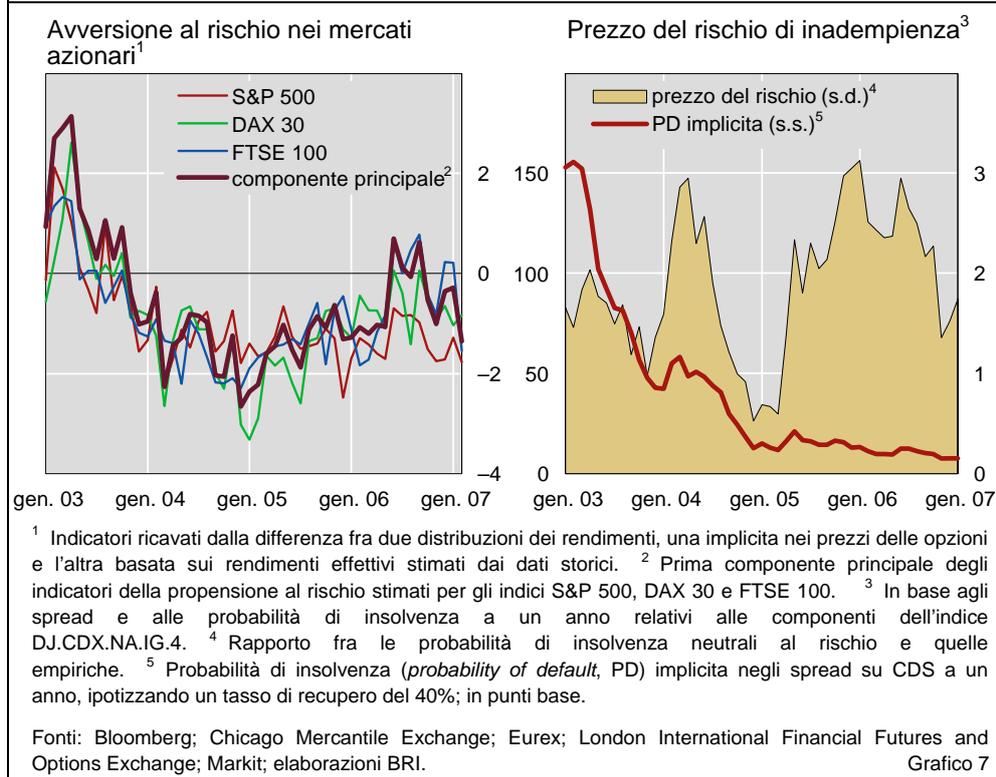
¹ Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI (nei paesi che forniscono scomposizioni per valuta) e crediti verso residenti, in base alla residenza della controparte, in trilioni di dollari USA valutati a tassi di cambio costanti di fine terzo trimestre 2006. ² Escluse le attività delle banche con sede nel paese indicato. ³ In miliardi di dollari USA, calcolati impiegando i tassi di cambio di inizio 2006. ⁴ Posizioni corte non commerciali. ⁵ Posizioni lunghe non commerciali.

Fonti: CFTC; BRI.

Grafico B

[®] I dati non includono le attività delle banche negli Stati Uniti verso residenti USA. [®] Ulteriori indicazioni provengono dai dati relativi ad altre borse. In Giappone le posizioni aperte in futures sono salite sensibilmente, specie nei contratti sui dollari australiano e neozelandese. Verso la fine del 2006 sono altresì aumentate le posizioni in contratti sul dollaro USA trattati in Brasile. Quanto ai futures sulla lira turca scambiati alla Turkish Derivatives Exchange, i volumi sono modesti rispetto agli standard internazionali.

Propensione al rischio nei mercati azionari e creditizi



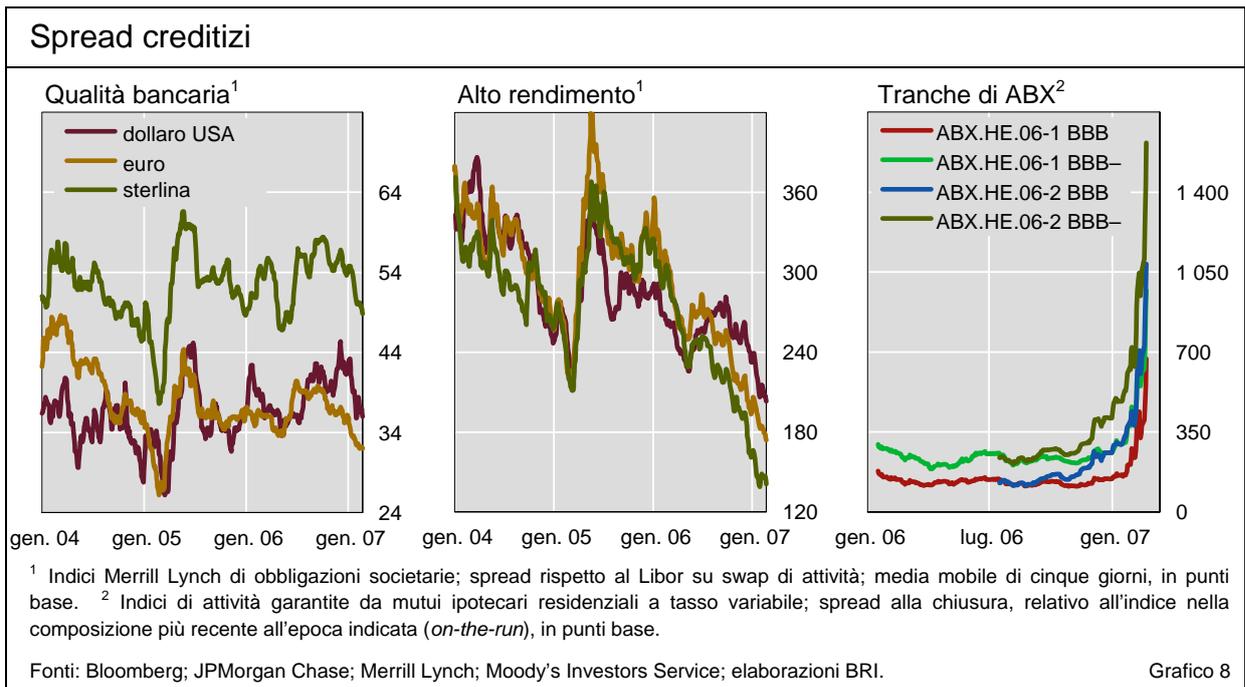
(grafico 5, diagramma di destra). La volatilità implicita è influenzata sia dalle percezioni riguardo alla volatilità futura del mercato, sia dall'avversione degli investitori nei confronti di tale volatilità. Questi due influssi possono essere isolati confrontando la distribuzione dei rendimenti attesi implicita nei prezzi delle opzioni con quella dei rendimenti storici. In base alle stime così ricavate, nel corso del periodo in esame l'avversione al rischio è diminuita, al pari della componente comune delle singole misure relative ai vari mercati azionari, che ha toccato i livelli più bassi dal luglio 2005 (grafico 7, diagramma di sinistra).

I differenziali sul debito ad alto rendimento toccano i minimi storici

Gli spread ai minimi storici riflettono ...

Tra la fine di novembre e la seconda parte di febbraio i mercati del credito societario hanno continuato a seguire un andamento vigoroso. Particolarmente sostenuta è stata la dinamica del debito ad alto rendimento, i cui spread hanno toccato i minimi storici in alcuni mercati (grafico 8). Nel segmento del dollaro USA, ad esempio, i differenziali su swap di attività si sono ristretti di 59 punti base, collocandosi alla fine del periodo in prossimità del livello più basso mai registrato (198 punti base). Analogamente, gli spread hanno raggiunto i minimi storici nei comparti dell'euro e della sterlina. Anche per il debito di qualità bancaria gli spread si sono assottigliati, di 9, 5 e 7 punti base rispettivamente nel mercato del dollaro USA, dell'euro e della sterlina.

Come nei mercati azionari, sembra che la maggiore propensione al rischio degli investitori abbia concorso anche alle dinamiche positive dei mercati creditizi. La propensione al rischio in questi mercati può essere stimata



semplicemente come rapporto tra le probabilità di insolvenza neutrali al rischio ricavate dagli spread creditizi e quelle desunte dai dati di bilancio (grafico 7, diagramma di destra). Tale rapporto ha seguito una tendenza al ribasso dall'estate del 2006, raggiungendo in novembre il livello più basso dal marzo 2005.

La domanda di prodotti di credito strutturati da parte degli investitori è rimasta vigorosa nel quarto trimestre 2006, contribuendo anch'essa a mantenere bassi i differenziali creditizi. L'emissione globale di CDO di tipo *funded* ha toccato il massimo storico nel 2006 (\$489 miliardi), risultando particolarmente robusta nel quarto trimestre. Anche l'emissione di CDO sintetiche, create mediante la cartolarizzazione di portafogli di *credit default swap* su diverse società, ha segnato un incremento lo scorso anno portandosi secondo le stime a \$450 miliardi, il doppio dell'ammontare collocato nel 2005. I responsabili dell'allestimento di tali prodotti spesso coprono le proprie posizioni nei mercati a pronti, esercitando forse una pressione al ribasso sugli spread creditizi.

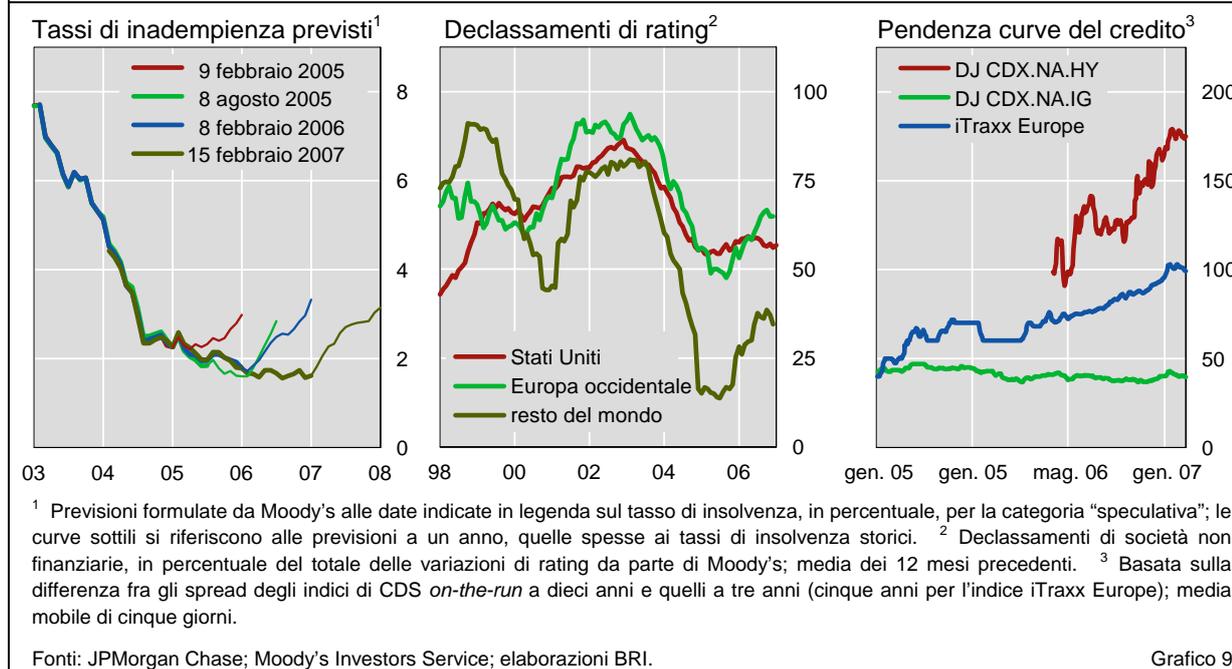
... la forte domanda di prodotti strutturati ...

L'andamento sostenuto dei mercati del credito è stato favorito dalla crescita degli utili e dalla generale solidità dei bilanci societari. Su base aggregata, gli utili delle imprese in percentuale del PIL hanno mostrato una tendenza ascendente in tutti i principali mercati dalla metà del 2001 e i rapporti fra attività liquide e debito rimangono su livelli elevati. Inoltre, almeno negli Stati Uniti, l'indebitamento delle imprese in percentuale del *cash flow* è calato nel 2006 per il quinto anno consecutivo. L'evidente salute del settore societario ha comportato nel comparto dell'alto rendimento tassi di insolvenza effettivi sorprendentemente bassi, mantenutisi su livelli intorno al 2%, e costantemente inferiori alle previsioni dal 2005 (grafico 9, diagramma di sinistra).

... fondamentali societari solidi ...

... e tassi di insolvenza insolitamente bassi

Tassi di inadempienza e qualità creditizia



Gli operatori di mercato si attendono generalmente che i tassi di insolvenza aumentino nel 2007, ma non sembrano granché preoccupati per l'eventualità di un deterioramento improvviso e diffuso del merito di credito. Ciò detto, la differenza degli spread tra indici CDS ad alto rendimento a lunga e breve scadenza è in aumento almeno da maggio 2006 nei mercati sia statunitensi sia europei (grafico 9, diagramma di destra). I differenziali si sono ristretti su tutte le scadenze, ma in misura maggiore su quelle brevi e medie. Sebbene l'aumento dell'inclinazione della struttura per scadenze degli spread su tali contratti possa in parte scaturire dalla forte domanda di strumenti a più breve termine da parte degli investitori, esso potrebbe parimenti indicare che l'ottimismo degli operatori relativamente al rischio di insolvenza nel breve periodo non si è trasmesso appieno alle aspettative a più lungo termine.

Gli investitori non sembrerebbero curarsi nemmeno del boom dell'attività di fusione e acquisizione in corso a livello mondiale e delle sue potenziali implicazioni per il merito di credito. Il finanziamento di tali operazioni mediante capitale di prestito, rilevabile in base ai prestiti sindacati destinati ad acquisizioni e *leveraged buyout*, ha segnato un netto incremento negli ultimi mesi, forse indicando una crescita del grado di leva delle imprese. Il finanziamento mediante capitale di rischio è divenuto invece meno comune, rappresentando circa il 12% delle operazioni annunciate nel 2006 rispetto al 17% nel 2005 e al 19% nel 2004 (grafico 6, diagrammi centrale e di destra). In media, i premi corrisposti nelle ultime operazioni non sono stati particolarmente alti.

I problemi del settore *subprime* del mercato ipotecario statunitense sono diventati più evidenti, ma non è ancora chiaro come possano propagarsi ai più

ampi mercati creditizi². Gli spread sulle tranche di qualità non bancaria di CDO collegate a prestiti per l'acquisto di immobili residenziali si erano ampliati considerevolmente in dicembre, rispecchiando l'aumento dei tassi di inadempienza e le notizie del fallimento di diversi creditori *subprime* negli Stati Uniti (grafico 8, diagramma di destra). Tuttavia, l'annuncio, l'8 febbraio, secondo cui HSBC avrebbe dovuto accrescere gli accantonamenti per coprire le sofferenze nel suo portafoglio di impieghi *subprime*, unitamente alla revisione al ribasso delle previsioni di concessione prestiti per il 2007 di New Century Financial, ha fatto sì che gli spread aumentassero ulteriormente di 200+ punti base nello spazio di due giorni. Gli spread hanno segnato un nuovo incremento dopo che il 20 febbraio Novastar, un altro importante creditore nel comparto *subprime* negli Stati Uniti, ha annunciato consistenti perdite nette per il quarto trimestre 2006.

Gli spread su CDO collegate a mutui per l'acquisto di abitazioni si ampliano significativamente

Gli spread nei mercati emergenti diminuiscono ulteriormente

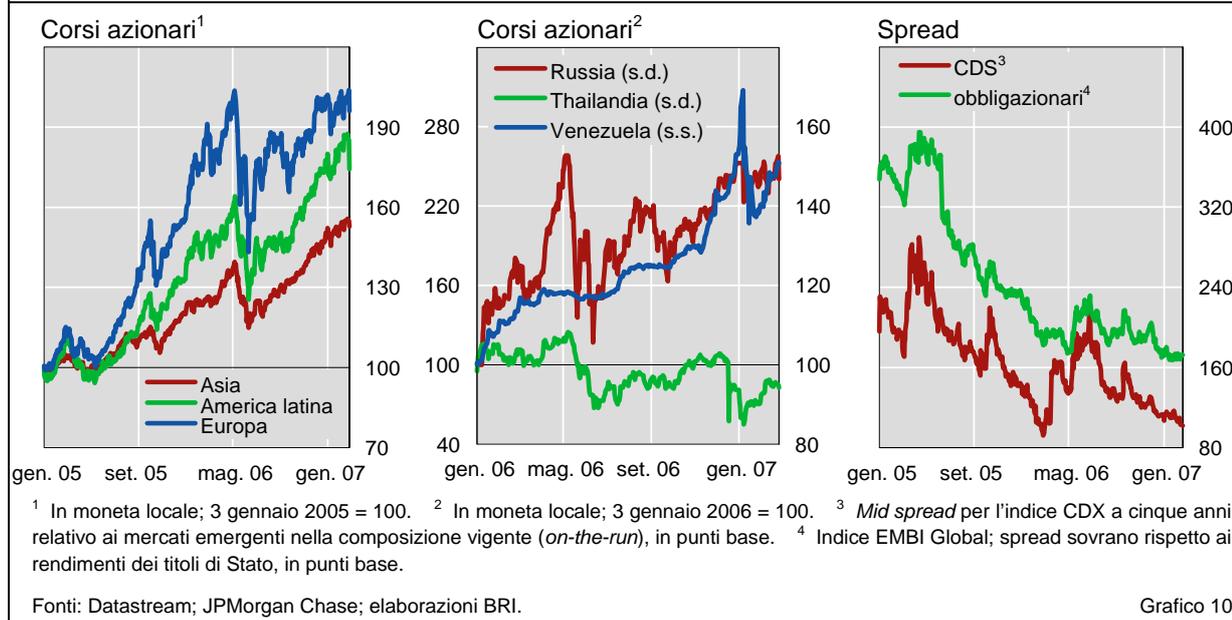
Nei mercati emergenti gli spread hanno continuato a restringersi mentre i corsi azionari hanno segnato nuovi rialzi. Tra la fine di novembre e la seconda parte di febbraio l'indice di spread EMBI Global è sceso da 200 a 170 punti base, toccando una serie di minimi storici (grafico 10, diagramma di destra). Anche gli spread su CDS hanno continuato a seguire un andamento calante, pur non riportandosi sui minimi osservati prima della fase di vendite di maggio-giugno. Contemporaneamente, l'indice azionario MSCI Emerging Market è aumentato del 7%, dopo aver segnato un incremento del 21% nei primi undici mesi del 2006.

In questo contesto di mercato generalmente positivo, all'inizio del 2007 alcune piazze azionarie dei paesi emergenti hanno segnato una temporanea battuta d'arresto e registrato un'esplosione della volatilità, allorché le quotazioni sono improvvisamente calate in misura sensibile. Una delle borse maggiormente colpite è stata quella russa, che ha perso quasi il 7% tra la fine del 2006 e il 9 gennaio (grafico 10, diagramma centrale). Sebbene non sia totalmente chiaro quali fattori immediati abbiano scatenato l'improvvisa variazione dei prezzi, è probabile che un contributo in tal senso sia stato fornito dal calo prolungato delle quotazioni del petrolio e di diverse altre materie prime. Un altro fattore potrebbe essere stata la percezione degli investitori dell'improrogabile necessità di una correzione, in particolare del mercato russo, che nel 2006 aveva segnato un aumento del 51%. Benché tale episodio abbia indotto alcuni operatori di mercato a interrogarsi su un eventuale calo della propensione al rischio degli investitori per le attività dei mercati emergenti, nell'arco di due settimane la maggior parte delle perdite accusate in gennaio era stata recuperata.

La temporanea volatilità nei mercati delle attività dei paesi emergenti ...

² Per maggiori dettagli sui rischi insiti nei mercati dei prestiti ipotecari concessi a mutuatari di qualità non primaria, cfr. A. Frankel, "Questione di qualità: un'analisi del finanziamento degli immobili residenziali negli Stati Uniti agli inizi del nuovo secolo", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006.

Corsi azionari e spread sovrani nei mercati emergenti



... innescata da
eventi locali ...

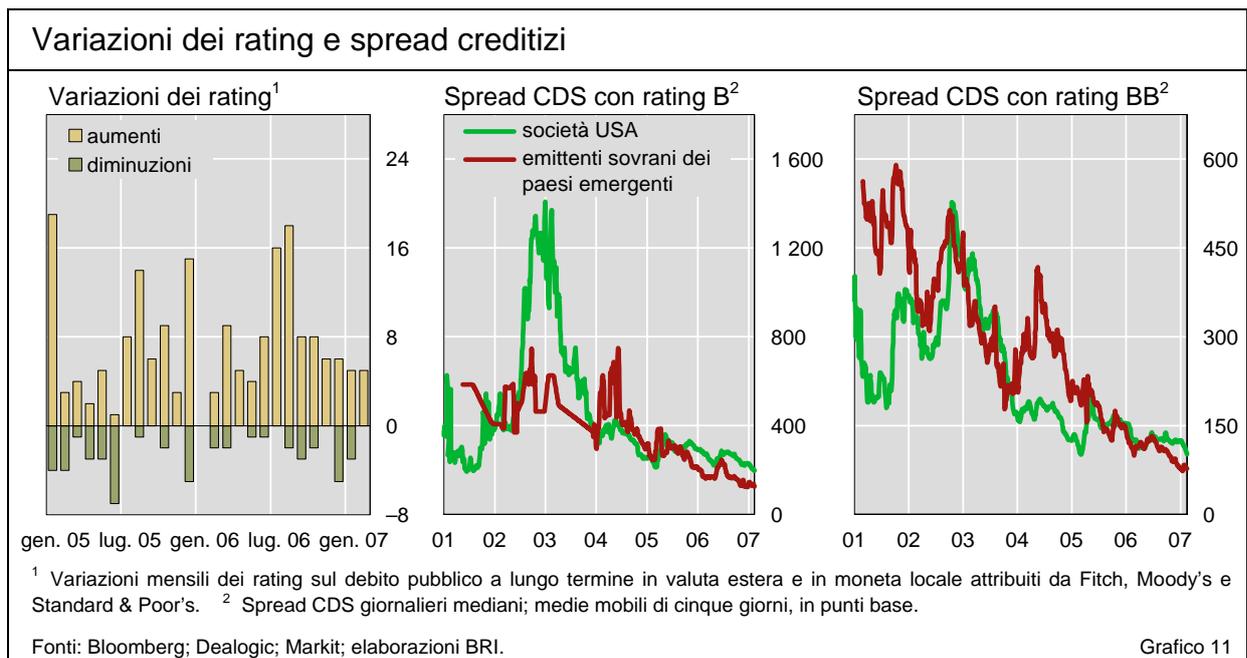
A causa di eventi locali, nei mercati di alcuni paesi si sono verificate impennate della volatilità, rimaste tuttavia perlopiù circoscritte. Il 18 dicembre la Bank of Thailand ha annunciato l'introduzione di controlli sui movimenti di capitale tesi a limitare l'afflusso di investimenti speculativi. Il provvedimento stabiliva che le istituzioni finanziarie avrebbero dovuto bloccare presso conti thailandesi non remunerati il 30% delle valute estere scambiate contro baht, e ciò per almeno un anno, pena la perdita di un terzo del deposito. La misura era motivata dai timori suscitati dal netto apprezzamento della moneta thailandese, che, prima dell'annuncio, aveva guadagnato nei confronti del dollaro statunitense il 4% in un mese e il 16% dall'inizio del 2006. L'incremento del valore del baht, che aveva acquisito slancio dopo il colpo di Stato militare di settembre, stava infatti cominciando a danneggiare in misura considerevole l'attività degli esportatori thailandesi. Si riteneva che gli afflussi di capitali dall'estero fossero diretti al mercato obbligazionario interno, per cui il provvedimento è stato concepito per scoraggiare specificamente tali afflussi. Nei giorni successivi all'annuncio dell'introduzione dei controlli sui movimenti di capitale, il baht si è deprezzato fino al 4%; tuttavia, l'effetto più significativo ha riguardato il mercato azionario thailandese, che ha perso circa il 15% il giorno dopo la notizia, a indicare che una parte cospicua dei capitali esteri era invece diretta al mercato azionario (grafico 10, diagramma centrale). In quel giorno, le vendite nette di azioni da parte di non residenti hanno raggiunto il valore record di \$700 milioni. Pertanto, il governo ha deciso di introdurre una serie di esenzioni dai controlli, riguardanti fra l'altro gli investimenti azionari. A fine febbraio circa due terzi delle perdite accusate dal mercato azionario erano state recuperate e il baht aveva ripreso il suo movimento ascendente, rafforzandosi di un ulteriore 5% rispetto al livello osservato prima del provvedimento. Nel complesso, l'effetto della turbolenza thailandese sui mercati dell'Asia e di altre regioni è stato limitato e temporaneo.

Anche due paesi dell'America latina sono stati interessati da alcune turbative causate da fattori di carattere politico. Gli spread sul debito estero dell'Ecuador sono saliti a più di 1 000 punti base allorché i mercati hanno scontato un aumento della probabilità di perdite a seguito della vittoria delle elezioni presidenziali da parte di un candidato che aveva pubblicamente ventilato la possibilità di un'insolvenza sul modello argentino. Nello stesso tempo, in Venezuela i differenziali creditizi sono aumentati e le quotazioni azionarie diminuite del 20% circa dopo l'annuncio della prevista nazionalizzazione di diverse società. A tratti, anche il calo dei corsi petroliferi ha esercitato un impatto sui prezzi delle attività venezuelane.

Al di là di tali episodi di volatilità, le condizioni economiche generalmente propizie e i miglioramenti delle prospettive per l'economia statunitense hanno continuato a sostenere i prezzi delle attività dei mercati emergenti fin verso la fine di febbraio. Inoltre, un influsso positivo è provenuto dalle prospettive favorevoli di crescita interna e da quelle generalmente positive per le finanze pubbliche. Nondimeno, la forte propensione al rischio degli investitori sembra essere stata determinante per la protratta evoluzione favorevole nei mercati emergenti durante il periodo in esame. Sebbene negli ultimi mesi gli aumenti dei rating abbiano continuato a superare le diminuzioni (Standard & Poor's, ad esempio, ha innalzato in gennaio al grado di qualità bancaria il giudizio sul debito dell'India), il rapporto tra variazioni positive e negative nel periodo dicembre-febbraio ha toccato il più basso valore trimestrale dalla metà del 2005 (grafico 11, diagramma di sinistra). Ciò, tuttavia, ha avuto uno scarso impatto sul ritmo di contrazione degli spread creditizi nei mercati emergenti.

... esercita nel complesso un influsso poco significativo sugli spread

L'appetibilità del debito dei mercati emergenti per gli investitori è emersa in modo evidente anche dal perdurante distanziamento dei corrispondenti spread rispetto a quelli sugli strumenti debitori di società statunitensi di rating equivalente (grafico 11, diagrammi centrale e di destra). Su un orizzonte



relativamente lungo, gli spread dei CDS con rating B e BB dei mercati emergenti hanno avuto generalmente tendenza a superare quelli su CDS societari comparabili, con la notevole eccezione del periodo 2002-03, a seguito del fallimento di Enron e della scoperta di vari casi di cattiva *governance* negli Stati Uniti. Tuttavia, a partire da circa la metà del 2005, e ancora negli ultimi mesi, sembra essersi prodotta una significativa variazione del prezzo del debito dei mercati emergenti relativamente a quello del debito societario, caratterizzato ora da spread tendenzialmente maggiori. Di recente, ad esempio, dopo la fase di vendite di maggio-giugno 2006 il valore mediano degli spread CDS a cinque anni su titoli quotati BB dei mercati emergenti è calato di 35 punti base, contro una diminuzione di appena 10 punti base per lo spread corrispondente relativo a imprese statunitensi. Ciò potrebbe indicare una significativa rivalutazione della rischiosità del debito dei mercati emergenti rispetto a quello di società di rating comparabile e/o una sostanziale riduzione del prezzo del rischio di credito dei mercati emergenti.