

## VI. I mercati finanziari

### Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna le condizioni nei mercati finanziari mondiali si sono allentate, malgrado l'inasprimento della politica monetaria avviato dalla Federal Reserve nel giugno 2004. Nei principali mercati, anche quando i tassi di interesse a breve termine statunitensi hanno cominciato a salire, i rendimenti a lungo termine sono scesi, i prezzi azionari sono cresciuti e i differenziali di credito si sono ristretti. Nel marzo e nell'aprile di quest'anno molti mercati hanno perso terreno, a causa di un'accresciuta avversione al rischio e dei timori di una ripresa dell'inflazione. Ciò nonostante, a metà maggio i corsi obbligazionari e azionari si situavano ancora su livelli superiori a quelli osservati all'inizio della manovra restrittiva statunitense.

Il restringimento dei differenziali di credito e l'aumento delle quotazioni azionarie durante buona parte del periodo indicano che gli investitori nei rispettivi mercati erano fiduciosi riguardo ai profitti societari e alle prospettive macroeconomiche. Questa fiducia è stata favorita negli ultimi anni da miglioramenti significativi delle grandezze fondamentali. Nei mercati creditizi possono aver contribuito al basso livello degli *spread* anche i cambiamenti strutturali che hanno agevolato le operazioni di copertura e promosso la liquidità. Nondimeno, la disponibilità degli investitori ad accettare un rischio maggiore ha costituito un fattore cruciale a sostegno delle valutazioni di azioni e obbligazioni. A sua volta, tale disponibilità si spiega in parte con la persistenza di un orientamento accomodante delle politiche. In marzo e aprile le "sorprese" negative nel settore automobilistico americano hanno contribuito a una correzione di prezzo del rischio nei mercati del credito.

La concomitanza di bassi rendimenti a lungo termine con un'economia apparentemente robusta e tassi ufficiali in crescita negli Stati Uniti ha costituito una sorta di enigma, sebbene i rendimenti fossero saliti nei mesi precedenti la manovra iniziale di inasprimento da parte della Federal Reserve. A prima vista, il loro calo dopo i successivi rialzi dei tassi ufficiali fa ritenere che gli investitori nei mercati del debito pubblico abbiano nutrito in merito ai fondamentali opinioni meno ottimistiche dei loro omologhi nei mercati del credito e delle azioni. Le moderate aspettative inflazionistiche e le minori incertezze circa il corso della politica monetaria hanno anch'esse contribuito a mantenere i rendimenti su bassi livelli. A ciò si sarebbero poi aggiunti fattori più tecnici di domanda/offerta. Tuttavia, è difficile determinare l'importanza relativa di queste varie spiegazioni.

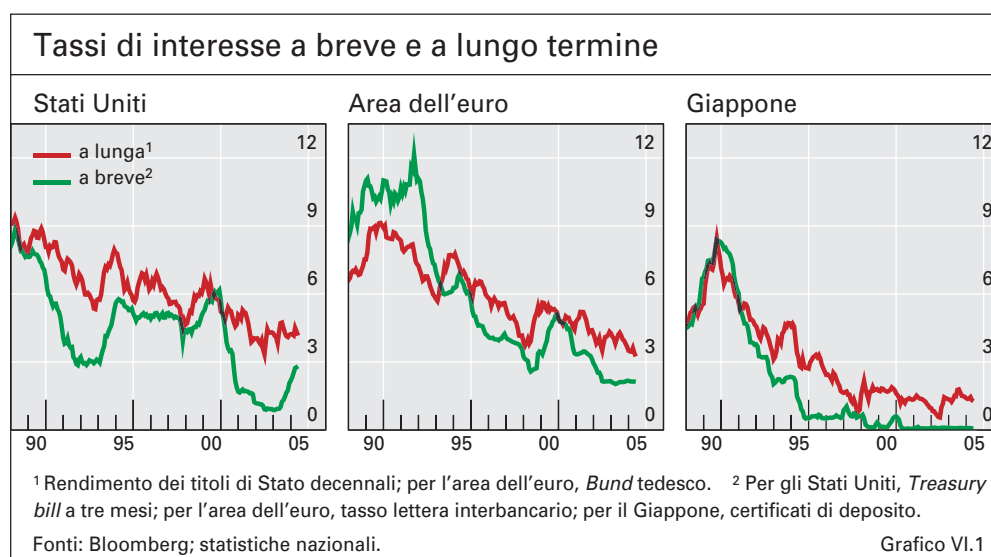
## Curve dei rendimenti ed enigma del basso livello dei tassi

Il livello basso e calante dei rendimenti a lungo termine nei principali mercati dopo la svolta nel ciclo della politica monetaria statunitense ha sorpreso molti operatori nel periodo in esame. Contrariamente a precedenti fasi di restrizione monetaria, allorché un rialzo dei tassi ufficiali si era accompagnato a un aumento di quelli a lungo termine, i rendimenti sul titolo del Tesoro USA decennale sono complessivamente calati di 50 punti base, al 4,12%, nei dieci mesi terminati a metà maggio 2005 (grafico VI.1). Anche in altri mercati dove la politica monetaria è stata inasprita, fra cui Australia, Canada, Regno Unito e Svizzera, i rendimenti a lunga sono scesi. Tra fine giugno 2004 e metà maggio 2005 sono inoltre calati, rispettivamente di 107 e 49 punti base, i rendimenti nell'area dell'euro e in Giappone. Nella maggior parte dei mercati i tassi a lunga sono brevemente tornati a salire a febbraio e marzo 2005, ma in misura meno accentuata che nei precedenti episodi di vendita, e il rialzo è stato rapidamente annullato.

Varie ragioni sono state addotte per spiegare il basso livello dei tassi a lungo termine. Il deterioramento delle prospettive di crescita economica potrebbe fornire una spiegazione degli andamenti nell'area dell'euro e in Giappone, ma non negli Stati Uniti, dove la crescita ha accelerato sensibilmente dopo l'estate del 2004. I tassi risultavano bassi anche in termini reali, pur in presenza di aspettative inflazionistiche a più lungo termine eccezionalmente moderate. Si sono poi osservati una modesta volatilità e minori premi al rischio, anche se soprattutto nel segmento a breve, non contribuendo così a spiegare i bassi livelli dei tassi relativi alle scadenze più lontane. Fra le altre possibili interpretazioni figurano le progettate riforme dei fondi pensione e dei sistemi di contabilità, che secondo alcuni operatori potrebbero incrementare la domanda di attività a lunga scadenza, nonché l'accumulazione delle attività in dollari USA da parte delle autorità asiatiche. Risulta tuttavia arduo quantificare l'impatto di questi ultimi fattori.

I bassi rendimenti a lungo termine malgrado l'inasprimento monetario ...

... destano perplessità soprattutto negli Stati Uniti



## Prospettive di crescita

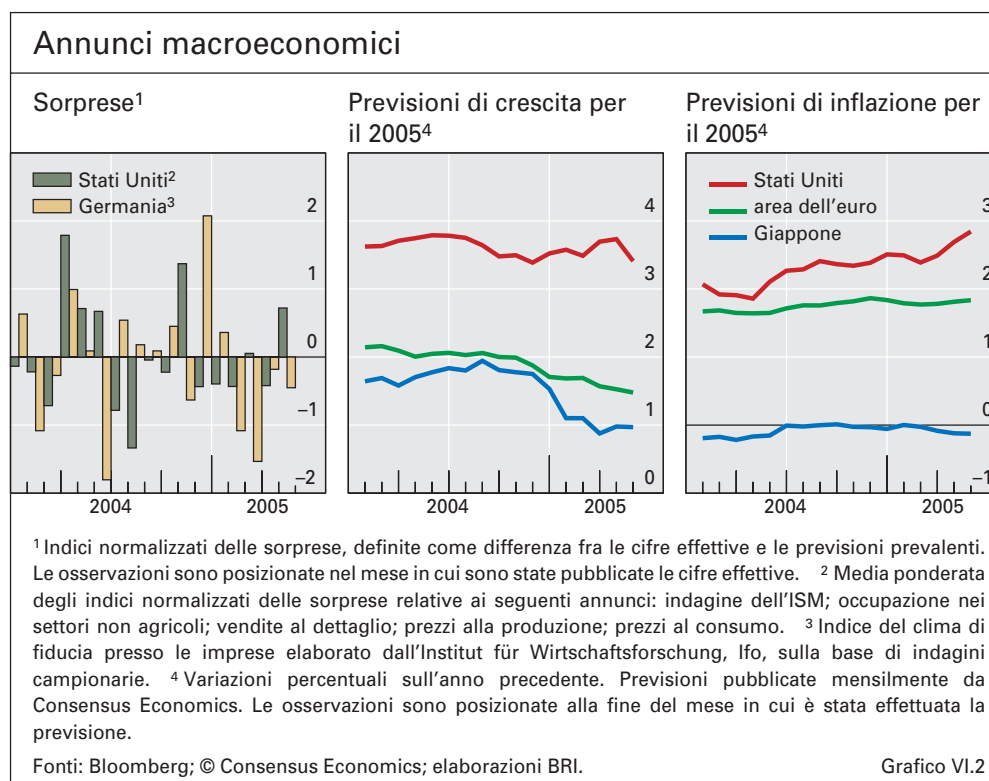
L'indebolimento delle prospettive di crescita costituisce una spiegazione ...

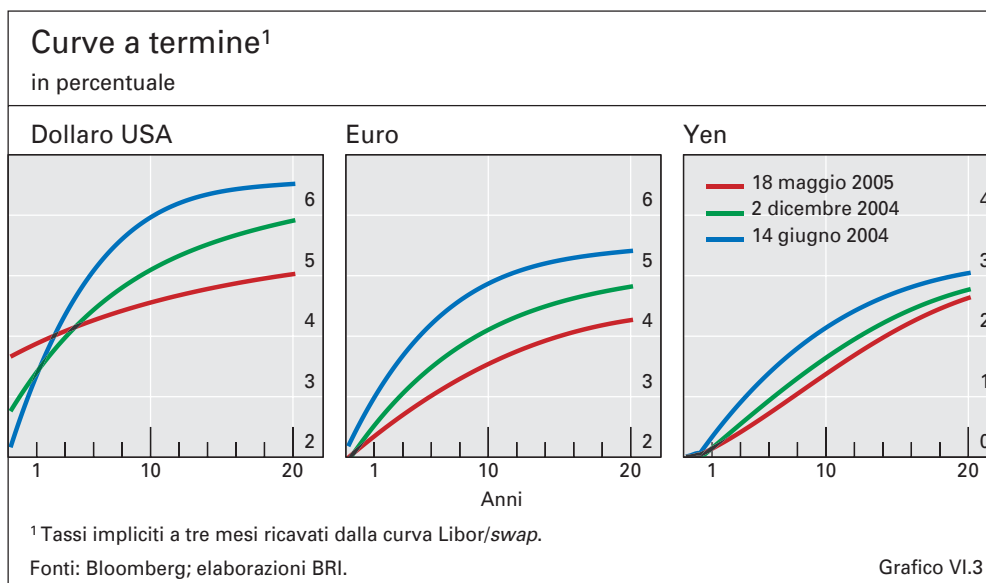
L'indebolimento delle prospettive di crescita ha concorso all'iniziale calo dei rendimenti (grafico VI.2). Questi erano fortemente aumentati in aprile e maggio 2004, allorché dati inaspettatamente positivi sul mercato del lavoro statunitense e segnali provenienti dalla Federal Reserve avevano indotto gli operatori ad attendersi che i tassi ufficiali USA iniziassero a salire ben prima del previsto. Tuttavia, nel luglio e nell'agosto di quell'anno la pubblicazione di cifre sull'occupazione inferiori alle attese ha causato un'impennata sui mercati mondiali del reddito fisso, in quanto gli investitori hanno corretto il giudizio sul probabile ritmo dell'inasprimento monetario. La revisione al ribasso delle previsioni per la crescita mondiale ha rafforzato il clima di pessimismo.

... in particolare per Europa e Giappone

Gli annunci di dati migliori delle aspettative hanno arrestato la caduta dei rendimenti in dollari nel quarto trimestre, ma non sono riusciti ad annullare il precedente calo. Nel contempo, i rendimenti in euro e yen hanno perso ulteriore terreno in seguito ai continui annunci di dati deludenti per le rispettive economie. Fra agosto 2004 e maggio 2005 le previsioni prevalenti per la crescita del PIL nel 2005 sono state corrette verso il basso di un quarto nell'area dell'euro, all'1,5%, e di metà in Giappone, all'1,0%. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi decennali in dollari e in euro si è significativamente ampliato, toccando in marzo un picco di circa 102 punti base, il più elevato dal 1999.

A metà febbraio 2005 i rendimenti a lungo termine hanno toccato il punto di minimo, poiché si era diffusa sempre più fra gli investitori l'opinione che il





mercato fosse destinato a subire una correzione. Questo punto di vista si è in particolare rafforzato dopo che il Presidente della Federal Reserve ha definito il basso livello dei rendimenti un "enigma", e sono divenuti più evidenti le pressioni sull'inflazione e i segni di un accresciuto potere di determinazione dei prezzi da parte delle imprese. A partire dal 9 febbraio i rendimenti sul titolo del Tesoro USA decennale sono saliti di quasi 70 punti base in meno di sei settimane, e quelli sul *Bund* di circa la metà. Ma questa fase di rialzo si è rivelata di entità molto più limitata di quella dell'estate 2003 (che causò un aumento di 130 punti base nei rendimenti decennali) e di quella della primavera 2004 (115 punti base). Anche la sua ampiezza è stata più circoscritta: contrariamente agli episodi precedenti, alla crescita dei rendimenti statunitensi non sono corrisposti movimenti di rilievo sul mercato giapponese. I deludenti dati economici di aprile, in particolare quelli sull'occupazione e sulle vendite al dettaglio, hanno fatto scendere i rendimenti sui *Treasuries*, mentre quelli sui titoli del Tesoro tedeschi hanno toccato nuovi minimi storici in maggio (grafico VI.3).

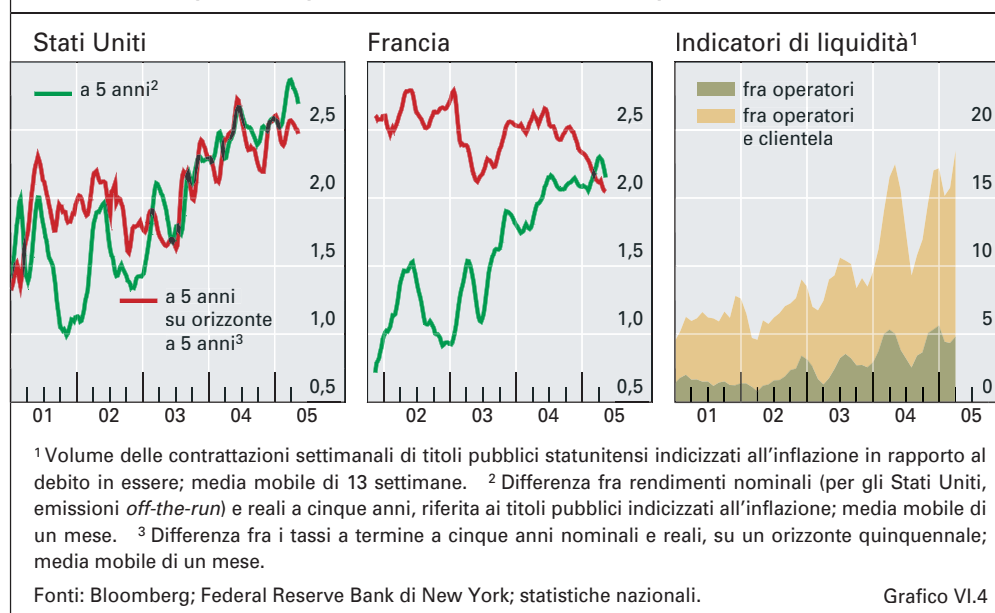
La fase di rialzo agli inizi del 2005 è di portata e durata limitate

#### *Moderate aspettative inflazionistiche*

Per gran parte del periodo un contributo all'andamento insolitamente moderato dei tassi nominali a lunga è provenuto dal fatto che le aspettative per l'inflazione di lungo periodo sono rimaste sotto controllo, anche in presenza di un'impennata dei corsi petroliferi e di previsioni di una vigorosa crescita economica negli Stati Uniti. Ne sono una riprova i titoli indicizzati all'inflazione, il cui differenziale di rendimento rispetto ai titoli pubblici non indicizzati fornisce una misura approssimativa del compenso richiesto dagli investitori per l'inflazione attesa. Da metà 2004 a fine aprile tale differenziale è aumentato di circa 20 punti base per le obbligazioni quinquennali, ma è sceso nel caso dei tassi a termine a cinque anni attesi su un orizzonte di cinque anni, di 12 punti base per le obbligazioni indicizzate statunitensi e ancor più per gli omologhi titoli francesi denominati in euro (grafico VI.4). Rispetto a precedenti episodi di forte rialzo dei prezzi petroliferi, nel giudizio

Le moderate aspettative inflazionistiche deprimono i rendimenti ...

## Misure del premio per l'inflazione e della liquidità



degli operatori di mercato le banche centrali hanno acquisito maggiore credibilità nella lotta all'inflazione.

I rendimenti delle obbligazioni indicizzate incorporano premi per la liquidità che potrebbero inficiare la loro significatività quali indicatori dell'inflazione attesa. Nondimeno, i recenti aumenti degli scambi dei titoli statunitensi di questa categoria fanno ritenere che lo spessore e l'ampiezza del mercato siano notevolmente cresciuti. Il rapporto fra il volume delle contrattazioni e lo stock di titoli indicizzati è in costante aumento dal 2000, sia fra operatori principali, sia fra questi e altri investitori (grafico VI.4, diagramma di destra). Pertanto, sebbene i premi per la liquidità applicati ai titoli indicizzati possano comportare una sottostima del compenso per l'inflazione, è probabile che queste distorsioni si siano progressivamente ridotte.

... ma i tassi calano anche in termini reali

Nello stesso tempo, i rendimenti sulle obbligazioni indicizzate indicano che il minor compenso per l'inflazione attesa non può da solo spiegare il basso livello dei rendimenti a lunga. A partire da metà 2004 anche i tassi *forward* a più lungo termine "reali" sono visibilmente scesi per i titoli sia statunitensi sia francesi, rispettivamente di circa 80 e 50 punti base.

### *Bassi livelli della volatilità e dei premi a termine*

La flessione delle volatilità e dei premi a termine ...

Una delle altre ragioni spesso citate per spiegare i bassi rendimenti a lungo termine nel periodo sotto rassegna è la diminuzione dell'incertezza circa le prospettive economiche in generale, ma soprattutto circa l'andamento dei tassi di interesse. Una minore incertezza dovrebbe di norma ridurre i premi a termine, che creano uno scarto fra i tassi *forward* a breve per le varie scadenze e il profilo dei tassi a breve attesi dagli operatori per quelle stesse scadenze. In effetti, dopo che la Federal Reserve ha iniziato a innalzare i tassi, le volatilità sia effettive sia implicite per i contratti a tasso fisso, già piuttosto basse in base ai parametri storici, sono ulteriormente calate. Secondo molti analisti, a questo calo ha contribuito la chiara comunicazione delle proprie

intenzioni da parte della banca centrale statunitense, compresa la reiterata affermazione che il ritmo dell'inasprimento sarebbe stato "misurato".

Coerentemente con questa ipotesi, il maggior calo delle volatilità nei principali mercati del reddito fisso a partire dal 2002 e 2003 si è verificato nel segmento a breve della curva. Ciò emerge con particolare chiarezza per le volatilità implicite desunte dalle opzioni sugli *swap* (*swaption*) di tasso di interesse, contratti che fungono da parametro del costo della provvista per gran parte delle istituzioni finanziarie internazionali (grafico VI.5, diagrammi di sinistra e centrale). Sebbene le volatilità implicite (annualizzate) sugli *swap* in dollari USA con scadenza pari a un anno siano scese dal picco del 56,8% nel 2003 al 21% di fine aprile 2005, le volatilità implicite sui tassi *swap* decennali in dollari mostrano massimi e minimi molto più contenuti. Le volatilità nel mercato degli *swap* in euro hanno esibito un profilo analogo, ma a livelli ancor più bassi. Pertanto, la riduzione della volatilità nei principali mercati finanziari si deve soprattutto ai mercati a breve in dollari USA, mentre è stata trascurabile su quelli a più lungo termine in dollari e in euro.

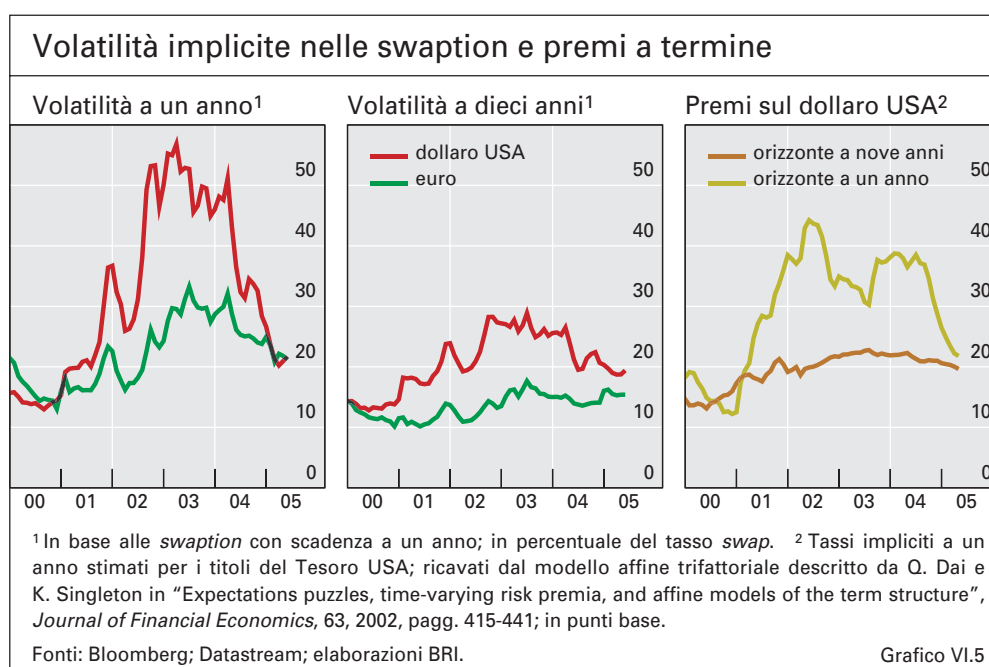
Vi sono riscontri diretti del fatto che i premi al rischio siano calati principalmente nel segmento a breve. In base alle stime di un modello trifattoriale della curva dei rendimenti, i premi nel comparto a breve della curva dei titoli del Tesoro USA sarebbero calati di quasi 25 punti base dagli inizi del 2002 (grafico VI.5, diagramma di destra). Ciò è in linea con una diminuzione dell'incertezza sul corso della politica monetaria nel breve termine. All'opposto, il premio al rischio incorporato nel tasso *forward* a un anno sull'orizzonte di nove anni è calato in misura soltanto marginale dalla fine del 2002 e si situa a circa 20 punti base.

Pertanto, se da un lato il calo delle volatilità e dei premi potrebbe spiegare i più bassi tassi a termine nel segmento a breve, dall'altro non sembra giustificare il livello attualmente contenuto di quelli su orizzonti più lunghi. Ad esempio, a fine aprile 2005 i tassi *forward* a breve termine

... è più marcata nel segmento a breve in dollari ...

... in linea con la minore incertezza sul corso della politica monetaria ...

... e difficilmente spiega il basso livello dei tassi su orizzonti più lunghi



sull'orizzonte decennale si situavano al 4,8%. Date le aspettative inflazionistiche a lungo termine negli Stati Uniti intorno al 2,5% e le stime del tasso reale a breve coerente con un'inflazione stabile del 2,6-3,0%, per spiegare il basso livello dei tassi a termine sugli orizzonti lunghi occorre ipotizzare un calo dei premi al rischio ben più ampio di quello stimato.

#### *Riforme pensionistiche e domanda di titoli a lunga scadenza*

I cali dei rendimenti sono pronunciati sulle scadenze più lunghe ...

Sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro la flessione nei rendimenti è stata particolarmente pronunciata per le scadenze oltre i dieci anni. Fra metà 2004 e aprile 2005 il differenziale di tasso fra il titolo del Tesoro USA con scadenza più lunga e quello decennale è diminuito di oltre 50 punti base, mentre un calo pari a circa la metà si è registrato per il differenziale fra i *Bund* a dieci e a 30 anni. In risposta a ciò, il Tesoro francese ha lanciato nel marzo 2005 un'obbligazione a 50 anni, e altri governi europei hanno anch'essi annunciato emissioni a lunghissima scadenza. Tuttavia, l'accresciuta offerta non ha ridotto l'entusiasmo degli investitori per questo tipo di emissioni. Anche l'ampliamento dei differenziali a termine in dollari seguito all'inaspettato annuncio del maggio 2005, secondo cui il Tesoro statunitense stava vagliando la possibilità di tornare a emettere un titolo trentennale dopo una pausa di cinque anni, è stato di durata relativamente breve.

... e motivati in parte dalle previste riforme pensionistiche

Fra i fattori di sostegno della domanda di strumenti a lunga scadenza molti operatori hanno citato le previste riforme dei fondi pensione e delle regole contabili. Le proposte di riforma pensionistica annunciate dal Dipartimento del lavoro statunitense agli inizi del gennaio 2005 innalzerebbero significativamente la volatilità di tasso di interesse derivante da asimmetrie nelle scadenze di attività e passività, mentre il progetto in base al quale la Pension Benefit Guaranty Corporation determinerebbe i premi su una base corretta per il rischio accrescerebbe il loro costo. Inoltre, le proposte indipendenti di riforma contabile prevedono una rilevazione più tempestiva delle asimmetrie di durata finanziaria nei bilanci dei fondi pensione. È stato osservato che l'impatto congiunto di queste misure, se attuate, accrescerebbe fortemente la domanda di attività a lungo termine da parte dei fondi pensione al fine di equilibrare la struttura per scadenze di attivo e passivo. In varie parti d'Europa sono state discusse riforme analoghe, come ad esempio l'introduzione dei principi contabili internazionali e di riforme pensionistiche di altro tipo nei Paesi Bassi e in Svezia.

Sulla scorta della recente esperienza storica in altri paesi, è lecito prevedere che le riforme pensionistiche abbiano un impatto sul prezzo delle obbligazioni a lunga scadenza ancor prima della loro attuazione. Nel 1999 l'annuncio di una modifica della regolamentazione pensionistica nel Regno Unito concorse in quello stesso anno a un'inversione della curva dei rendimenti sulle scadenze ultradecennali, sebbene i fondi pensione avessero aumentato solo dopo un certo tempo la disponibilità di strumenti a reddito fisso con *duration* più elevata a scapito degli investimenti azionari. Anche in Danimarca, dove a partire dal 2001 le passività dei fondi pensione sono contabilizzate ai prezzi correnti di mercato, si è osservato un notevole impatto sui prezzi dei titoli a lungo termine.

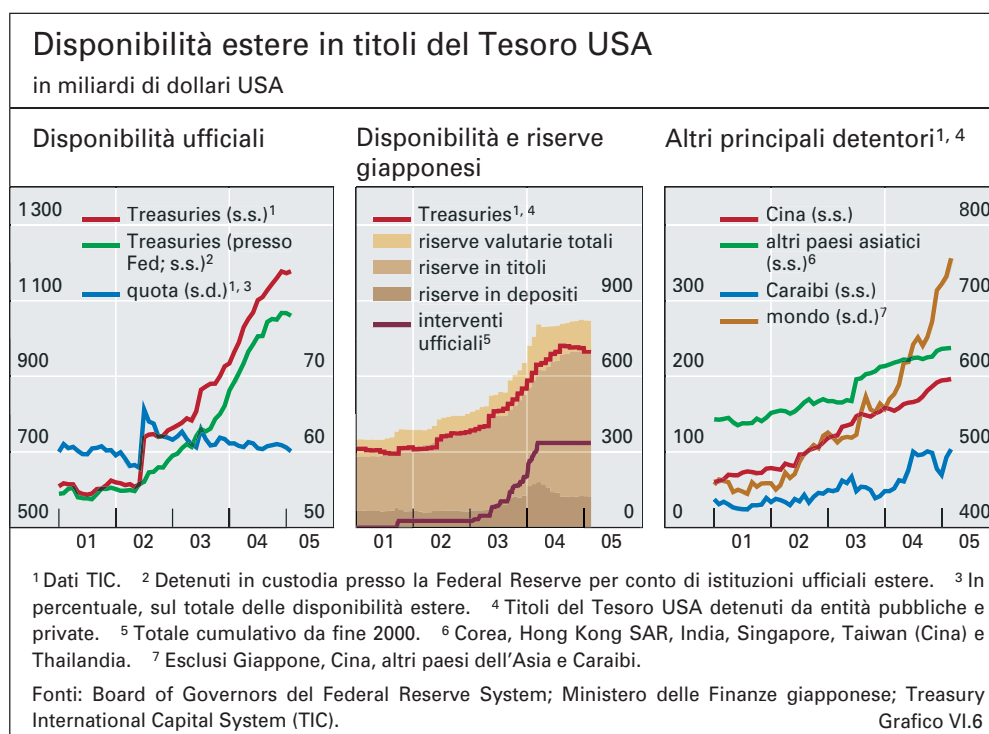
### Accumulo di riserve e domanda asiatica

La domanda degli investitori asiatici, in particolare quella proveniente dal reinvestimento in titoli statunitensi delle riserve valutarie ufficiali, avrebbe rappresentato secondo fonti di mercato un'altra possibile determinante del basso livello dei rendimenti negli Stati Uniti. L'azione delle autorità asiatiche tesa a contrastare l'apprezzamento delle rispettive monete di fronte ai crescenti afflussi di capitali esteri ha provocato nel 2004 un aumento di \$535 miliardi delle loro riserve (incluse quelle giapponesi), che sono così salite a complessivi \$2,4 trilioni. A questo accumulo di riserve hanno soprattutto contribuito nella prima parte dell'anno il Ministero delle Finanze giapponese e quindi, allorché quest'ultimo ha cessato gli interventi valutari, le banche centrali di altre economie asiatiche. Il parziale reinvestimento di queste riserve ha concorso alla crescita delle disponibilità asiatiche totali (sia private che pubbliche) in titoli del Tesoro USA, aumentate di un importo stimato in \$219 miliardi nel 2004, superiore a quello per l'insieme del resto del mondo (grafico VI.6).

Tuttavia, in che misura questa forte domanda asiatica di titoli statunitensi abbia contribuito al basso livello dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti rimane una questione aperta. Alcuni operatori hanno ipotizzato che gli investimenti asiatici, in particolare durante il periodo degli interventi giapponesi, abbiano abbassato i rendimenti di ben 60 punti base, con stime che variano notevolmente a seconda della scadenza del titolo, del periodo considerato e della metodologia empirica. Tuttavia, in questo tipo di analisi vi è il rischio di invertire il nesso causale: i gestori delle riserve potrebbero accrescere gli acquisti di attività in dollari USA *in risposta* a un calo dei rendimenti. Ciò varrebbe nel caso in cui gli interventi a sostegno del dollaro apparissero necessari di fronte a notizie economiche deludenti dagli Stati Uniti, a deflussi di capitali verso l'Asia e a conseguenti pressioni al rialzo sulle valute asiatiche.

Le autorità asiatiche continuano ad accumulare riserve

È plausibile che gli acquisti asiatici di titoli USA abbiano inciso sui relativi rendimenti ...



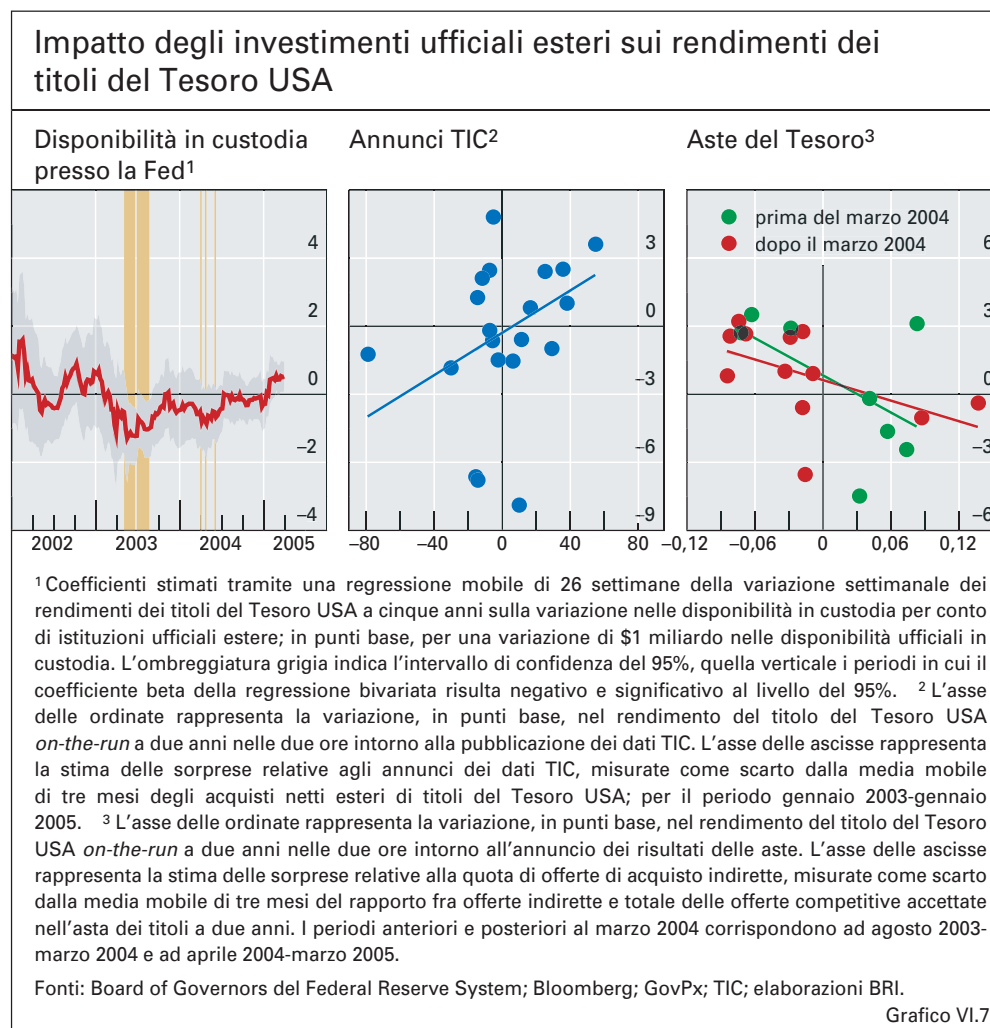


... ma è difficile individuarne gli effetti nei dati

Vi sono indicazioni che un eventuale effetto degli acquisti asiatici sui rendimenti statunitensi sarebbe venuto meno ancor prima della cessazione degli interventi giapponesi nel marzo 2004. Una significativa relazione tra la variazione settimanale dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA e quella delle disponibilità di questi titoli detenute in custodia presso la Federal Reserve, misurata mediante una regressione condotta su intervalli di tempo successivi, è riscontrabile solo in modo intermittente (grafico VI.7, diagramma di sinistra). La relazione negativa per le *note* a cinque e a dieci anni raggiunge livelli standard di significatività statistica solo fra maggio e agosto 2003, annullandosi prima del marzo 2004. Ciò potrebbe indicare un indebolimento del nesso fra rendimenti USA e acquisti asiatici nel 2004, ma potrebbe altresì riflettere la possibilità che altre banche centrali asiatiche abbiano investito riserve in titoli USA attraverso canali meno osservabili.

I rendimenti non hanno reagito alle sorprese provenienti dai rapporti del TIC ...

Scarse sono le evidenze secondo cui la pubblicazione di informazioni sugli acquisti asiatici di titoli statunitensi avrebbe mosso i rendimenti in modo prevedibile. Gli operatori seguono attentamente il rapporto mensile del Treasury International Capital (TIC), che fornisce dati sugli acquisti netti aggregati di titoli del Tesoro USA da parte dei residenti nei singoli paesi, nonché una stima del totale delle disponibilità ufficiali estere. Eppure il



mercato dei *Treasuries* è rimasto imperturbato di fronte alla “sorpresa” relativamente ingente (quantificabile in \$22,5 miliardi rispetto alle previsioni prevalenti) negli acquisti esteri netti segnalati nel rapporto TIC del novembre 2004, nonché a quella (pari a \$2,8 miliardi) di dicembre. Guardando in retrospettiva a periodi più estesi, la pubblicazione dei dati TIC sembra aver avuto un impatto sistematico scarso o nullo sul mercato dei titoli del Tesoro USA: negli ultimi anni i rendimenti sull’emissione a due (o a cinque) anni *on-the-run* non sembrano aver reagito negativamente ai valori stimati delle sorprese negli acquisti netti totali (o in quelli ufficiali esteri) di titoli statunitensi (grafico VI.7, diagramma centrale).

Un esercizio analogo basato sull’annuncio dei risultati delle aste di titoli del Tesoro produce risultati altrettanto poco conclusivi (grafico VI.7, diagramma di destra). Le offerte di acquisto indirette, ossia quelle sottoposte dai *dealer* alle aste competitive del Tesoro USA per conto di terzi, sono spesso assunte dagli operatori come *proxy* dell’attività delle banche centrali asiatiche in questo mercato. Sebbene emerga che i rendimenti sulle emissioni *on-the-run* calano al crescere della quota delle offerte di acquisto indirette, tale relazione ha significatività statistica solo marginale per la *note* a due anni e non risulta significativa per quella a cinque anni. Inoltre, l’effetto appare assai meno pronunciato dopo l’interruzione degli interventi giapponesi. Prima del marzo 2004 una sorpresa al rialzo di 5 punti percentuali nella quota delle offerte indirette – che fra il maggio 2003 e il marzo 2005 si è collocata in media al 40% – si associa a un calo di 1,4 punti base del rendimento del titolo *on-the-run* a due anni nelle ore intorno alla pubblicazione dei risultati dell’asta. L’effetto risulta leggermente più debole se si considerano altri fattori, quali il rapporto fra importi richiesti e importi aggiudicati e l’ammontare totale aggiudicato in asta. Dopo il marzo 2004, questo effetto si riduce a 0,8 punti base.

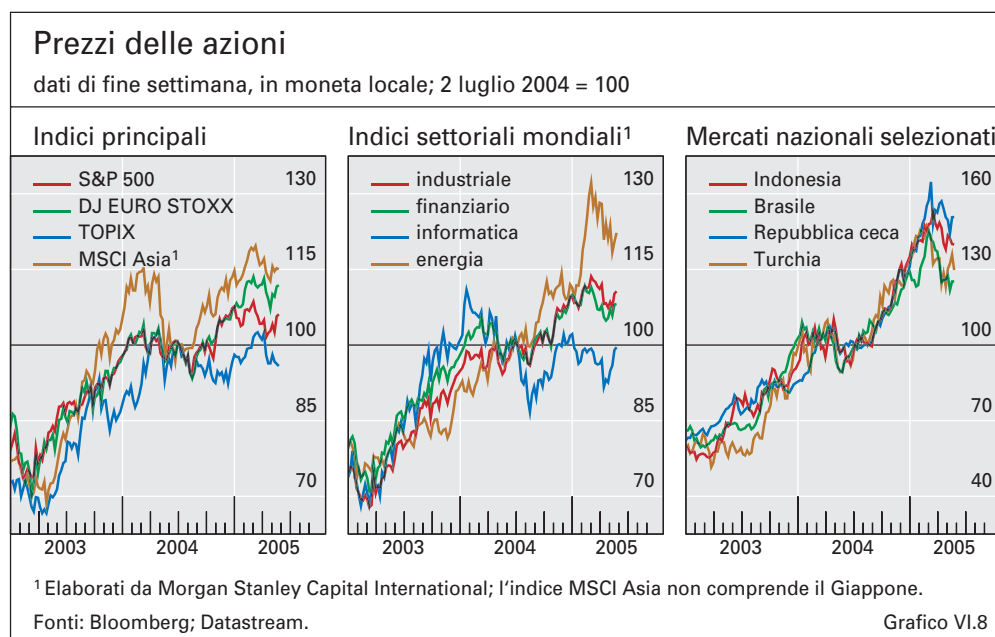
... e solo marginalmente a quelle relative alle offerte di acquisto indirette

Nel complesso, i risultati delle suddette analisi fanno ritenere che l’impatto degli acquisti asiatici sui rendimenti USA si sia considerevolmente indebolito dopo la fine degli interventi giapponesi. Essi vanno tuttavia interpretati con cautela. È possibile che l’attività di altri operatori, che potrebbero aver anticipato gli acquisti di titoli statunitensi in previsione dell’attività asiatica, abbia offuscato il legame diretto fra i rendimenti e gli investimenti asiatici, misurati dalle disponibilità in custodia presso la Federal Reserve. Inoltre, l’assenza di un effetto di annuncio significativo potrebbe derivare da misure inadeguate delle aspettative di mercato riguardo ai rapporti TIC, nonché del peso delle banche centrali asiatiche nelle offerte di acquisto indirette alle aste del Tesoro. Infine, queste stime colgono soltanto l’effetto marginale degli acquisti dato il regime dei cambi vigente, non potendo misurare l’impatto che scaturirebbe da un cambiamento congiunto nelle politiche di cambio e di allocazione delle riserve.

## Mercati azionari e prezzi del petrolio

Dopo aver segnato forti rialzi nel 2003, i principali mercati azionari sono cresciuti solo moderatamente nel periodo in esame, e a ritmi assai differenti da regione a regione. L’area dell’euro e l’Asia (escluso il Giappone) hanno

I principali mercati azionari crescono solo moderatamente ...



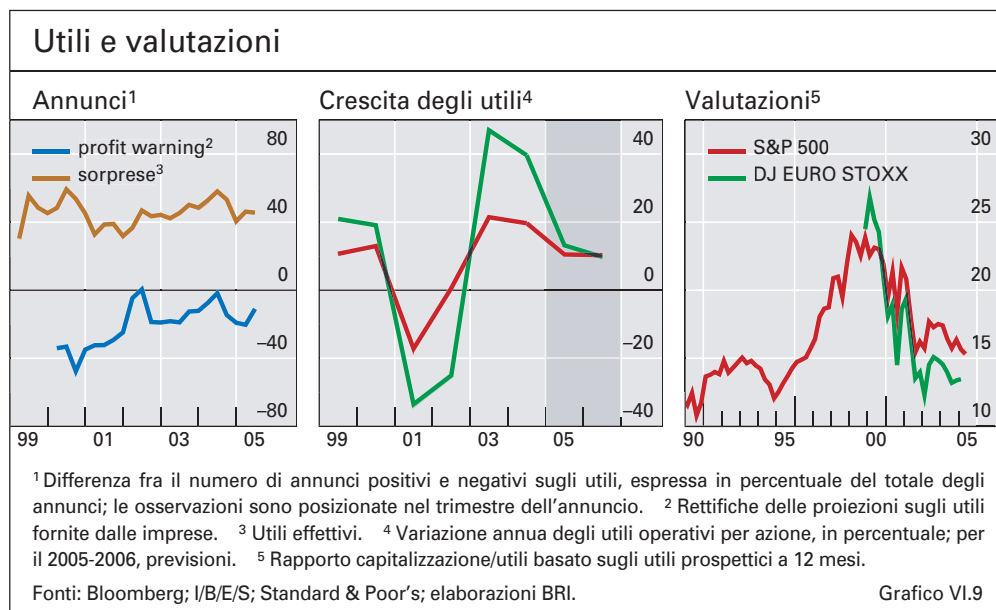
registrato le *performance* migliori, con aumenti rispettivamente del 6,2 e 11,3% in termini di valuta locale. Per contro, tra la metà del 2004 e l'aprile scorso hanno ristagnato le borse di Stati Uniti (+1,4%) e Giappone (-4,9%) (grafico VI.8). Fra le piazze con tassi di crescita superiori al 20%, sempre in termini di moneta locale, figurano quelle di paesi entrati recentemente a far parte dell'Unione europea (Repubblica ceca e Ungheria), di economie emergenti asiatiche (India e Indonesia) e di mercati latinoamericani (Brasile e Colombia). Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, come prevedibile è stato il comparto energetico ad aggiudicarsi la prima posizione, con un rendimento complessivo medio del 20,9%, seguito dalle imprese industriali e finanziarie, i cui tassi di aumento (5,7 e 4,4% rispettivamente) hanno comunque superato la crescita degli indici globali. Le quotazioni del settore tecnologico hanno invece subito un calo del 10%.

*Forte crescita dei profitti, malgrado i risultati negativi del settore tecnologico*

Benché inferiore ai ritmi eccezionali del 2002-2003, la crescita dei profitti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è rimasta al di sopra del 10% nel 2004 e agli inizi del 2005 (grafico VI.9), nonostante un cedimento verso la fine dello scorso anno. Il rapporto fra sorprese positive e negative per gli utili delle società incluse nell'indice S&P 500 ha comunque segnato un leggero recupero nei primi mesi di quest'anno. Anche i *profit warning* hanno mostrato un progresso in questo periodo, dopo il peggioramento di fine 2004. In realtà, ad attirare spesso l'attenzione sono stati i deludenti annunci di primarie società tecnologiche, in particolare la scorsa estate e agli inizi del 2005. Nondimeno, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro gli annunci sugli utili sono stati nel complesso discreti; specie per alcune importanti imprese finanziarie, nel primo trimestre dell'anno gli utili sono risultati superiori alle aspettative.

Le operazioni di fusione e acquisizione e la prospettiva di un nuovo incremento della leva finanziaria delle società sono sembrate infondere nuova

... nonostante la forte accelerazione dei profitti ...



linfa nei mercati azionari all'inizio del 2005. Diverse fusioni per svariati miliardi di dollari sono state annunciate negli Stati Uniti a fine gennaio. In Europa le voci di acquisizioni di banche italiane hanno sostenuto positivamente gli indici di mercato.

... e la più intensa attività di fusione e acquisizione

Nel marzo 2005, tuttavia, i mercati azionari globali hanno cominciato a vacillare. I dati macroeconomici degli Stati Uniti – soprattutto i deludenti andamenti di vendite al dettaglio, inflazione e fiducia dei consumatori annunciati in aprile – paiono aver inciso sulle quotazioni azionarie di tutto il mondo. L'umore di consumatori e imprese è cambiato in peggio anche in Europa. In Giappone, le crescenti tensioni politiche con la Cina hanno parimenti concorso al deterioramento del clima di mercato, culminato il 18 aprile con un calo del Nikkei 225 pari al 3,8%, la perdita più ingente mai registrata in un solo giorno dal 10 maggio 2004.

Ripiegamento dei mercati a marzo e aprile 2005

#### *Mercati condizionati dai crescenti prezzi petroliferi*

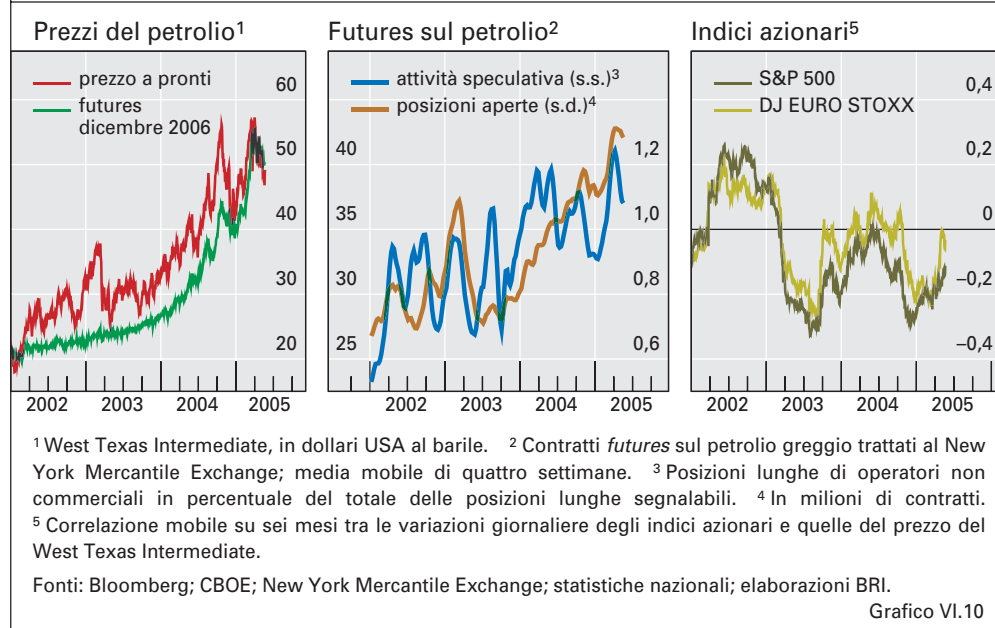
La crescente domanda di petrolio in presenza di vincoli a breve termine dal lato dell'offerta ha contribuito a sospingerne i prezzi, che hanno a loro volta acuito la debolezza dei mercati azionari globali nel periodo sotto rassegna. A fine 2004 il prezzo del Brent era aumentato del 34% rispetto a un anno prima, e al 31 marzo 2005 aveva guadagnato un ulteriore 32%. Le tendenze di lungo periodo della domanda e dell'offerta di greggio, segnatamente il persistere di alti tassi di crescita nei paesi a elevato consumo di petrolio come la Cina e i ristretti margini di capacità nell'industria petrolifera mondiale, hanno continuato a essere fonte di preoccupazione (Capitolo III).

I rincari petroliferi ...

L'attività speculativa è stata spesso citata come una concausa dell'attuale rincaro del greggio, il maggiore degli ultimi dieci anni. Secondo quanto pubblicato dalla Commodity Futures Trading Commission, l'autorità di regolamentazione dei mercati *futures* statunitensi, le posizioni aperte – ossia, i contratti stipulati ma non ancora bilanciati con un'operazione di segno

... e la connessa ondata speculativa ...

## Prezzi del petrolio e indici azionari



opposto o con la consegna – sono cresciute di oltre il 60% tra fine 2003 e fine marzo 2005. Inoltre, nel 2004 (e nella prima parte del 2005) la quota degli operatori non commerciali sul totale delle posizioni lunghe aperte, benché variabile, ha superato significativamente quelle del 2003 e del 2002, e ciò convalida l'opinione secondo cui questi operatori avrebbero sensibilmente accresciuto la propria operatività sui mercati *futures* del petrolio all'aumentare dei prezzi del greggio (grafico VI.10). Ciò detto, è difficile valutare la misura in cui l'attività speculativa ha contribuito alla volatilità del mercato.

... hanno inciso sui mercati azionari

I bruschi rincari del petrolio hanno avuto un chiaro impatto sulle valutazioni azionarie dei maggiori mercati. Le correlazioni mobili su sei mesi fra le variazioni giornaliere dei prezzi del greggio e quelle dei principali indici azionari negli Stati Uniti e in Europa, che avevano già assunto valori decisamente negativi agli inizi del 2003 durante l'impennata dei prezzi alla vigilia della guerra in Iraq, sono ridiventate significativamente negative nella seconda metà del 2004 e nei primi mesi del 2005, in concomitanza con l'aumento delle quotazioni petrolifere e dell'attività speculativa. Nella gran parte dei casi gli operatori hanno guardato più all'impatto dei rincari del greggio sulla crescita dei profitti che non a quello sull'inflazione in quanto tale, nell'evidente convinzione che – a differenza di quanto accaduto durante gli shock petroliferi degli anni settanta – i rialzi più recenti non avrebbero riaperto l'inflazione (Capitoli II e IV).

### *Sostegno da una minore volatilità e dall'elevata propensione al rischio*

Il calo dei premi rispecchia la bassa volatilità e l'alta propensione al rischio ...

La contrazione dei premi al rischio, che incorporano tanto la percezione del rischio quanto la propensione ad assumerlo, è stata una probabile fonte di sostegno per i mercati azionari nel secondo semestre 2004 e nei primi mesi del 2005. Le volatilità storiche (e implicite) sui principali indici azionari erano scese agli inizi di quest'anno sui minimi degli ultimi dieci anni circa. Inoltre, il

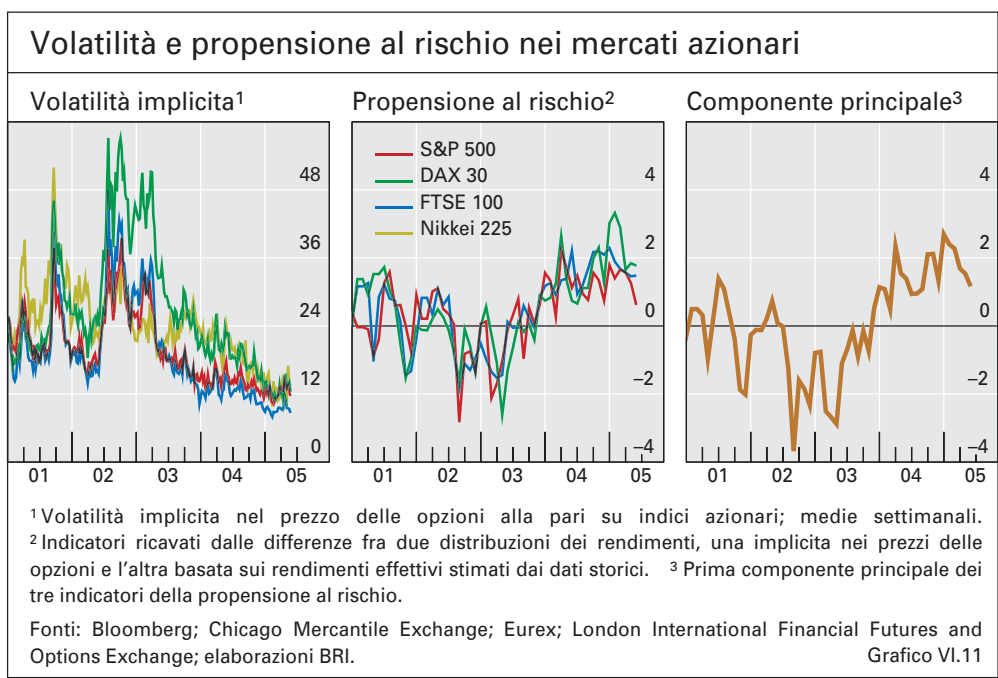
valore stimato della propensione al rischio, desunto dal prezzo delle opzioni su indici azionari e dalle volatilità storiche, per i singoli mercati e a livello mondiale, è ulteriormente aumentato per quasi tutto il periodo in esame, attestandosi all'inizio del 2005 ben al disopra della sua media di lungo periodo (grafico VI.11).

Le variazioni nella propensione al rischio sui mercati azionari durante il periodo considerato paiono essere correlate, almeno in parte, con le aspettative circa la volontà e la capacità della Federal Reserve di mantenere un ritmo graduale di innalzamento dei tassi ufficiali. Nel gennaio 2005 la propensione al rischio ha infatti subito un calo dopo la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di dicembre, che aveva indotto gli operatori a prevedere un inasprimento monetario più rapido negli Stati Uniti. La propensione al rischio è tornata a salire poco tempo dopo.

La misura in cui la propensione al rischio ha influito sui mercati azionari è emersa con particolare evidenza soprattutto nella primavera 2005, quando le borse dei paesi sviluppati hanno subito ingenti perdite nonostante annunci sugli utili generalmente superiori alle previsioni. A sollevare dubbi più generalizzati sulla sostenibilità dei profitti hanno contribuito congiuntamente le difficoltà senza precedenti delle principali case automobilistiche USA, nuovi problemi di *corporate governance* nel settore assicurativo e dati macroeconomici relativamente deboli. Se le misure della volatilità storica si sono mosse verso l'alto, ancor più marcato è stato l'aumento di quelle della volatilità implicita; di conseguenza, la propensione al rischio negli Stati Uniti è scesa a livelli non più osservati dal febbraio 2004.

... sebbene quest'ultima sia tornata a diminuire nella primavera 2005

Il calo di marzo e aprile, unitamente al protrarsi di una forte crescita degli utili, ha ricondotto le valutazioni azionarie in prossimità della loro media storica. Agli inizi del 2004 tali valutazioni apparivano in certa misura sovrastimate. Tuttavia, a metà maggio 2005 il rapporto capitalizzazione/utili, basato sugli



utili attesi a un anno, era sceso a 16 per l'indice S&P 500 (non molto distante dalla media di 13 per il periodo 1985-1995) e a 14 per l'indice DJ EURO STOXX (grafico VI.9). Le proiezioni sugli utili hanno avuto in passato la tendenza a essere troppo ottimistiche, e le aspettative di una crescita dei profitti nel 2005-2006 superiore al 10% – ben al di sopra del tasso di aumento del PIL nominale – potrebbero risultare ancora eccessive.

## Rallentamento dei mercati del credito

Calo degli spread ai minimi storici agli inizi del 2005

La fase positiva dei mercati del credito, iniziata verso la fine del 2002, è proseguita nel 2004 per poi interrompersi tra marzo e aprile 2005. Per buona parte del periodo in esame gli investitori in titoli di debito hanno mostrato una maggiore fiducia nelle prospettive a breve termine rispetto ai loro omologhi dei mercati azionari. I differenziali su tutti i tipi di strumenti – societari e sovrani, di qualità bancaria e ad alto rendimento, con e senza garanzia – si sono ridotti durante il secondo semestre 2004 e nei primi mesi del 2005 (grafico VI.12). A febbraio di quest'anno gli *spread* sui titoli societari si erano collocati in prossimità dei minimi storici e quelli sulle obbligazioni di mercati emergenti erano scesi a livelli senza precedenti. Nel momento in cui gli investitori si sono mostrati più avversi al rischio, si è tuttavia verificata un'ondata di vendite. A metà maggio 2005 gli *spread* sui titoli privati in dollari USA con rating A si situavano a 78 punti base, 14 punti in più rispetto a febbraio, pressoché invariati rispetto ai livelli di un anno prima e 33 punti al di sopra del minimo dell'ottobre 1997. Nello stesso periodo, i differenziali sul debito dei mercati emergenti erano invece pari a 383 punti base, con un aumento di 38 punti rispetto al febbraio 2005, ma ben al di sotto dei valori di un anno prima e persino dei minimi toccati nell'ottobre 1997.

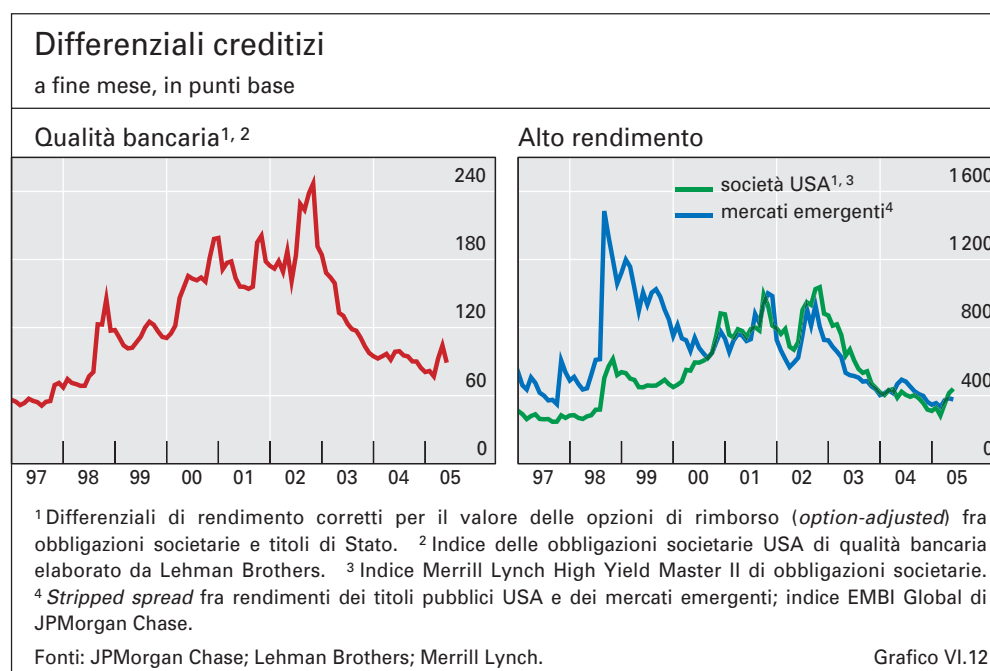


Grafico VI.12

### Qualità creditizia: verso un punto di svolta?

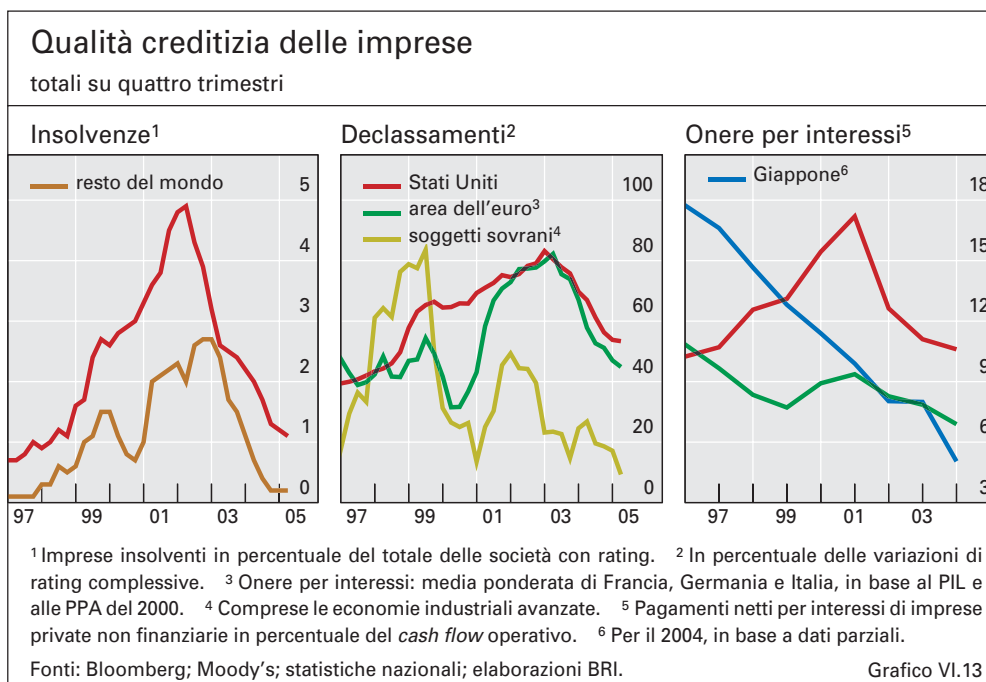
La fiducia degli investitori sui mercati in esame è stata sorretta da un significativo miglioramento della qualità creditizia nel 2004. Nelle principali economie l'incidenza delle insolvenze societarie e dei declassamenti di rating – che nel 2001 aveva sfiorato i massimi storici – è scesa ai livelli del 1997, quando si era toccato il culmine del precedente ciclo creditizio (grafico VI.13). Nel 2004 i declassamenti hanno rappresentato il 54% delle variazioni di rating assegnate da Moody's alle società statunitensi, una percentuale analoga a quella del 1998 ma ben al di sotto dell'83% fatto registrare nel 2002. Inoltre, la quota degli oneri per interessi sul totale del *cash flow* – un indicatore comunemente utilizzato che segnala incipienti difficoltà finanziarie – è scesa a livelli non più osservati da molto tempo.

Significativi miglioramenti nella qualità del credito ...

Anche i mercati emergenti sono stati agevolati dalle condizioni economiche e finanziarie. Se da un lato gli alti prezzi delle materie prime hanno favorito taluni paesi, dall'altro i miglioramenti delle posizioni sull'estero, dei sistemi finanziari, nonché delle politiche monetarie e di bilancio hanno reso molte economie emergenti più resistenti di fronte agli shock (Capitolo III). Nel 2004 il rapporto fra avanzamenti e declassamenti di mutuatari sovrani è stato di quasi 5 a 1.

Nonostante il generalizzato miglioramento della qualità creditizia, taluni prenditori hanno incontrato difficoltà. Fra di essi spiccano le case automobilistiche statunitensi, e in particolare General Motors, uno dei principali emittenti sul mercato obbligazionario. Una serie di deboli rapporti sugli utili e di annunci sfavorevoli delle agenzie di rating, culminati con un declassamento alla qualità non bancaria, ha fatto balzare i differenziali sui *credit default swap* (CDS) relativi ai titoli General Motors da circa 200 punti base a metà 2004 a 280 alla fine dell'anno, e a oltre 900 punti nell'aprile scorso. Ma i problemi

... ma difficoltà in taluni settori, come quello automobilistico





hanno interessato anche altri settori, come quelli assicurativo e farmaceutico, entrambi posti sotto più stretta sorveglianza da parte delle autorità USA in seguito a rivelazioni su pratiche commerciali scorrette (per quanto riguarda il settore assicurativo, si veda il Capitolo VII). Sul versante dei prenditori pubblici, problemi di bilancio hanno condotto a un declassamento delle Filippine, mentre le incertezze di natura politica hanno inciso negativamente su diverse economie, fra cui Ucraina ed Ecuador.

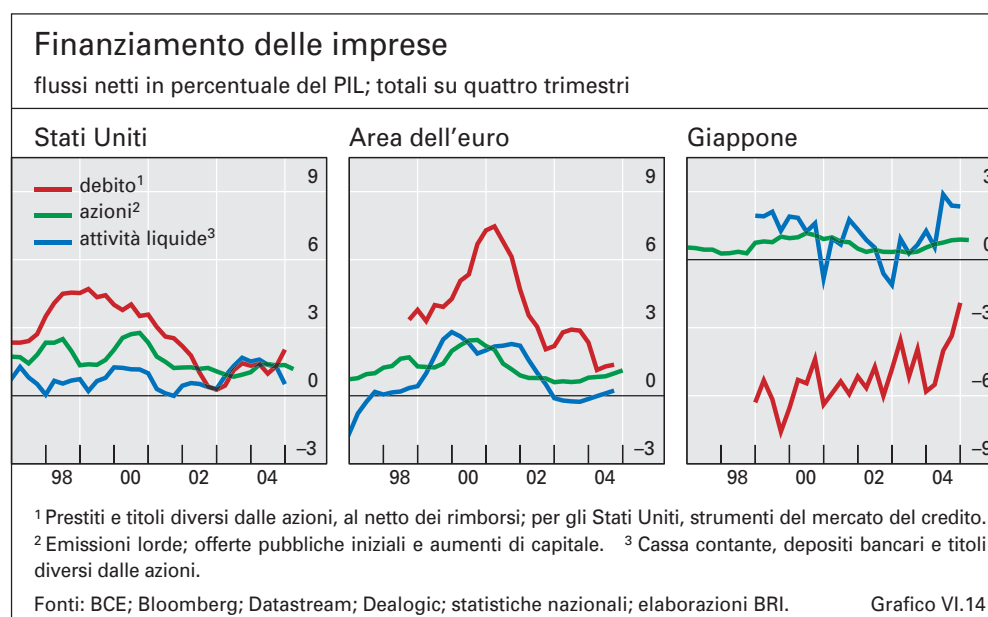
Maggiori esigenze di finanziamento delle società USA ...

Molto spesso nel periodo in esame queste difficoltà sono state giudicate dagli investitori come eventi isolati, non sintomatici di problemi più ampi. Gli sviluppi intervenuti a partire dalla fine del 2004, tuttavia, facevano apparire sempre più probabile che la qualità creditizia delle imprese avesse raggiunto il punto di massimo. Negli Stati Uniti, in particolare, il settore societario ha accresciuto il ricorso all'indebitamento (grafico VI.14). Nell'insieme del 2004 lo stock di debito bancario e di *commercial paper* è cresciuto per la prima volta dal 2000, e verso fine anno l'accumulo di contante e altre attività liquide da parte delle imprese è rallentato rispetto agli eccezionali ritmi di crescita del 2003 e del primo semestre 2004.

... indotte dalla spesa in beni strumentali e dalle acquisizioni ...

Le maggiori esigenze di finanziamento delle società USA, essendo indotte in buona parte dalla dilatazione della spesa in beni strumentali e dalle acquisizioni, non erano necessariamente pregiudizievoli per la qualità creditizia. Nel 2004 gli investimenti delle imprese negli Stati Uniti sono accelerati nettamente dopo tre anni di sostanziale invarianza (Capitolo II). Le fusioni e acquisizioni hanno segnato una forte ripresa rispetto ai minimi ciclici. Molte operazioni sono state finanziate con capitale azionario o liquidità in eccesso, ma quelle regolate con fondi mutuati hanno rappresentato una quota significativa. L'aumento della spesa in conto capitale e delle acquisizioni ha coinciso con una minore crescita dei profitti, limitando così la capacità delle imprese di ricorrere all'autofinanziamento.

Ad accrescere il fabbisogno di finanziamento delle imprese USA hanno contribuito anche gli sforzi volti a migliorare la remunerazione degli azionisti.



In molti casi i dividendi sono stati aumentati: per le società facenti parte dell'indice S&P 500 il dividendo unitario è cresciuto del 12% lo scorso anno, contro una media del 3% annuo nel decennio precedente. Talune imprese hanno anche iniziato ad accrescere nuovamente il grado di leva finanziaria. I riacquisti di azioni proprie sono tornati ai livelli record del 2000. Sebbene tale incremento sia principalmente riconducibile al proposito di compensare le *stock option* esercitate durante l'anno, diverse società hanno deciso di operare con un più elevato rapporto debito/capitale proprio. Di fatto, i riacquisti di azioni proprie e il pagamento di dividendi sono stati fra i principali motori dell'emissione di obbligazioni societarie nel 2004, mentre le operazioni di *leveraged e management buyout* hanno rappresentato una quota notevole dell'attività sui mercati dei titoli ad alto rendimento e dei prestiti sindacati.

... nonché da iniziative a favore degli azionisti

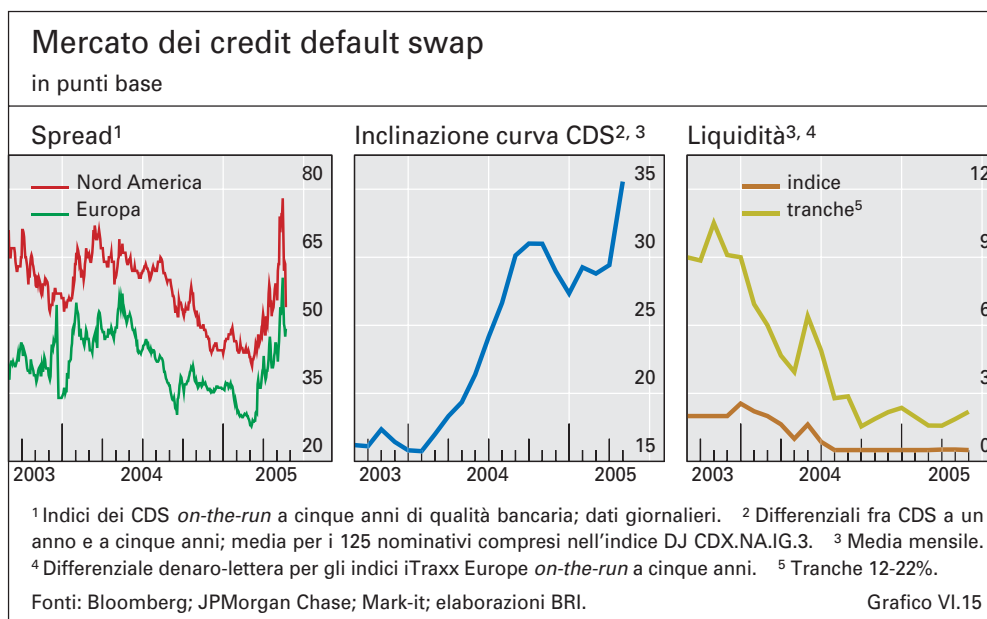
L'esigenza di perseverare nel rafforzamento dei bilanci societari è emersa con maggiore chiarezza in Europa. Anche qui – come negli Stati Uniti – molte grandi compagnie quotate hanno accresciuto i dividendi e annunciato piani di riacquisto di azioni proprie; sono parimenti aumentati i *leveraged buyout*, grazie anche al maggior dinamismo mostrato dalle società di *private equity* in molti paesi. Ma, a differenza degli Stati Uniti, l'indebitamento del settore societario è ulteriormente decelerato nel 2004, fino a toccare i livelli più bassi mai registrati da anni. La combinazione di una spesa in conto capitale ancora fiacca e di una crescita dei profitti a due cifre ha limitato il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Inoltre, i mutamenti nelle politiche di fido delle banche potrebbero aver spinto le aziende che ricorrono tradizionalmente al finanziamento bancario – soprattutto piccole e medie imprese non quotate in borsa – a ridurre il grado di leva finanziaria. Infine, talune società si sono rivolte ai mercati azionari per attingere nuovo capitale. Lo scorso anno le offerte pubbliche iniziali sono state relativamente scarse, mentre le società quotate – in primo luogo banche e imprese del settore delle telecomunicazioni – hanno effettuato aumenti di capitale per un ammontare record.

Le società giapponesi hanno proseguito nella loro decennale opera di consolidamento dei bilanci. Nel 2004 gli utili hanno segnato una crescita che non ha riscontro da anni. Anziché utilizzare il maggiore *cash flow* esclusivamente per accelerare i rimborsi, tuttavia, le imprese hanno deciso di aumentare le spese in conto capitale e di ricostituire le loro riserve liquide. Il ritmo di riduzione del debito è così fortemente rallentato nel 2004, sebbene i rimborsi abbiano superato il nuovo indebitamento per il nono anno consecutivo.

Le società giapponesi riducono il debito per il nono anno consecutivo

#### *Mutamenti nell'avversione al rischio*

Con una qualità creditizia ai livelli più elevati da diversi anni a questa parte, gli *spread* sui titoli sovrani e societari sono stati ulteriormente influenzati dall'inclinazione degli investitori a sottostimare i rischi. Proseguendo la tendenza iniziata nel 2003, per buona parte del periodo in esame gli investitori alla ricerca di maggiori rendimenti hanno sospinto verso l'alto i prezzi di attività rischiose o illiquide. Tuttavia, nel marzo 2005 il rischio di controparte ha nuovamente richiamato l'attenzione degli investitori: sulla scia di un *profit warning* di General Motors, in marzo e aprile i mercati del credito



hanno lasciato sul terreno tutti i guadagni conseguiti nei 12 mesi precedenti (grafico VI.15).

L'avversione al rischio cala ai minimi storici verso la fine del 2004

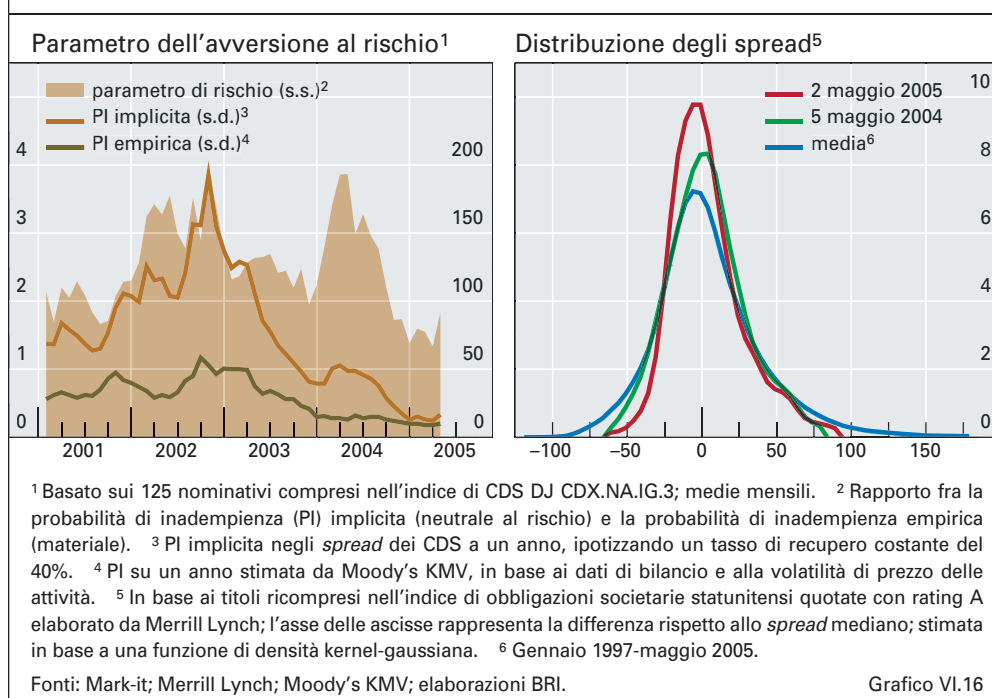
Un raffronto tra le variazioni nelle probabilità di inadempienza e gli *spread* creditizi mostra come il premio al rischio richiesto dagli investitori si sia modificato nel tempo. Le probabilità di inadempienza derivate dagli *spread* sono concettualmente equivalenti a quelle desunte dai sottostanti dati di bilancio moltiplicati per un determinato parametro dell'avversione al rischio. Il diagramma di sinistra del grafico VI.16 riporta una stima di tale parametro. L'avversione al rischio sui mercati dei CDS sembra aver toccato il culmine a metà 2002, dopo il collasso di WorldCom. Essa è poi calata negli ultimi mesi del 2002 e durante tutto il 2003, per crescere temporaneamente nel primo trimestre 2004, in concomitanza con l'ondata di vendite sui principali mercati obbligazionari. Nel comparto dei CDS la crescita dell'avversione al rischio agli inizi del 2004 è stata amplificata dalla liquidazione di operazioni con effetto di leva. L'avversione al rischio è quindi scesa a nuovi minimi verso la fine del 2004, ma è tornata a salire nel marzo e nell'aprile di quest'anno.

Le misure della discriminazione nei mercati dei titoli societari producono un risultato analogo. Il restringimento nella distribuzione degli *spread* creditizi per gli emittenti facenti parte di una data classe di rating indica come agli inizi del 2005 gli investitori non discriminassero fra i diversi mutuatari in modo altrettanto netto che in passato (grafico VI.16, diagramma di destra). Anche dopo le vendite gli *spread* dei titoli quotati A sono rimasti maggiormente addensati rispetto alla media rilevata dal 1997. Tale fenomeno è stato parimenti osservabile per altre classi di rating.

Sostenuta domanda di attività che offrono maggiori rendimenti

La forte domanda di attività che offrono più alti rendimenti fornisce un riscontro ulteriore – ancorché in parte indiretto – della propensione al rischio degli investitori. I prodotti strutturati, come le *collateralised debt obligation* (CDO) hanno incontrato particolare favore (si veda oltre). Le tranche di rango superiore di tali prodotti hanno di solito un alto rating, non di rado pari

## Avversione al rischio sui mercati del credito



ad AAA; eppure, a motivo della loro complessità e illiquidità, nonché delle intrinseche caratteristiche di rischio/rendimento, esse fruttano guadagni molto più elevati rispetto a obbligazioni societarie con rating equiparabile. Attirati dalla forte inclinazione della curva dei rendimenti, gli investitori si sono inoltre orientati verso strumenti a lunga scadenza. Il premio a termine calcolato come differenza tra *spread* su CDS quinquennali e annuali è diminuito nell'ultima parte del 2004, per tornare ad aumentare nell'aprile scorso in concomitanza con la fase di cessioni sui mercati del reddito fisso (grafico VI.15).

Approfittando della ricettività mostrata dagli investitori nei confronti delle strutture innovative e a più alto rendimento, i mutuatari dei mercati emergenti hanno accelerato le loro emissioni di obbligazioni in valuta locale. Nell'agosto 2004 l'Uruguay è divenuto il secondo prestatore sovrano quotato al di sotto dell'*investment grade* a emettere obbligazioni globali denominate in moneta nazionale (l'Argentina era stato il primo nel 1997), emulato nel novembre successivo dalla Colombia. Le imprese brasiliane hanno seguito a ruota, collocando prestiti internazionali in real. Queste strutture aiutano anche i mutuatari dei mercati emergenti a ridurre la loro vulnerabilità ai disallineamenti valutari (Capitolo III).

Un'importante ragione alla base del minor premio richiesto dagli investitori a fronte dell'assunzione di rischio è la presunta solidità delle condizioni economiche sottostanti. Nel lungo periodo, la propensione al rischio tende a essere prociclica, ossia a sincronizzarsi con i miglioramenti o i peggioramenti attesi delle grandezze fondamentali dell'economia. Ad esempio, la sostenuta espansione mondiale ha favorito il calo dell'avversione al rischio nel 2004, mentre le correzioni al ribasso nelle previsioni di crescita hanno probabilmente amplificato l'ondata di vendite obbligazionarie tra marzo e aprile 2005.

La bassa avversione al rischio è sostenuta dalla forte crescita ...

... dalla mutata  
composizione degli  
operatori ...

Un secondo fattore che potrebbe aver influito sull'avversione effettiva al rischio è la mutata composizione degli operatori di mercato. Lo sviluppo del segmento delle CDO e la conseguente domanda da parte dei gestori di CDO di strumenti debitori più rischiosi (la cosiddetta *structured credit bid*) potrebbe aver modificato le preferenze collettive degli operatori attivi sui mercati del credito (si veda oltre). La crescente presenza degli *hedge fund* sui mercati dei derivati creditizi e della finanza strutturata può aver prodotto un impatto analogo (Capitolo VII).

... e dall'esiguo  
livello dei tassi  
ufficiali

Non da ultimo, paiono avere influito sulla propensione al rischio i bassi tassi ufficiali nelle principali economie. Abbassando i costi della raccolta e aumentando la disponibilità di fondi, tassi di interesse bassi possono influire sul costo-opportunità del capitale impiegato e accrescere il valore delle garanzie. Tutto ciò può a sua volta condurre a una maggiore assunzione di rischio. Essi influiscono altresì interagendo con altre determinanti dell'avversione al rischio, ad esempio facilitando le operazioni con effetto di leva. Inoltre, in presenza di *bias* psicologici e vincoli istituzionali, i bassi tassi di interesse possono innescare una vera e propria "caccia al rendimento". Come rilevato nella *74ª Relazione annuale*, molti investitori paiono riluttanti, se non anche impreparati, ad aggiustare i loro obiettivi di *performance* nominale in risposta a cambiamenti di fondo nelle condizioni di mercato. Dato il livello storicamente basso dei rendimenti nominali sui titoli pubblici ad alto rating, negli ultimi anni gli investitori potrebbero essersi addossati un maggiore rischio di credito nell'intento di preservare i rendimenti nominali che avevano potuto conseguire quando i tassi di interesse erano più alti.

#### *Differenziali di credito, rischio di evento e tassi ufficiali*

Un'ulteriore  
correzione di  
prezzo potrebbe  
essere innescata  
dal rischio  
di evento ...

Nella misura in cui gli investitori hanno sottovalutato il rischio, i mercati del credito potrebbero essere tuttora esposti a una correzione di prezzo più drastica di quella intervenuta tra marzo e maggio 2005. Uno dei fattori scatenanti potrebbe essere il cosiddetto "rischio di evento". Come dimostrano gli avvenimenti del marzo scorso, le difficoltà di un particolare settore – o persino di un singolo mutuatario – possono avere conseguenze a livello di mercato. Le massicce vendite di titoli obbligazionari innescate dall'annuncio sugli utili di General Motors hanno riportato alla mente il caso WorldCom del 2002, che rese gli investitori più circospetti nei confronti dei titoli a rischio di declassamento e li sensibilizzò sul pericolo di diffuse irregolarità nel governo societario. Ciò nonostante, agli inizi di maggio i mercati del credito hanno reagito in maniera ordinata al possibile declassamento di Ford e General Motors alla categoria *non-investment grade*, anche se le passività delle due case automobilistiche erano ben più ingenti di quelle di WorldCom.

... o da un  
innalzamento dei  
tassi ufficiali

Un altro fattore scatenante potrebbe essere un rialzo inatteso dei tassi ufficiali. Finora le manovre di questo tipo sono state ampiamente scontate, sicché gli investitori hanno potuto riposizionarsi senza che ciò provocasse turbative di rilievo al mercato nel suo complesso. Un inasprimento più deciso del previsto potrebbe però avere conseguenze meno innocue. Ad esempio, esso potrebbe comportare una sensibile perdita di valore delle garanzie collaterali, sospingendo gli investitori verso attività meno rischiose. La

liquidazione di posizioni con effetto di leva potrebbe accentuare la corsa alle vendite nei mercati in cui operano *hedge fund* e altri investitori fortemente indebitati, come ad esempio quello delle obbligazioni delle economie emergenti.

Le implicazioni di una drastica correzione di prezzo sono difficili da valutare, giacché dipendono anche dalla sottostante solidità dell'economia. In assenza di un significativo e inatteso deterioramento delle grandezze macroeconomiche, le condizioni di fondo potrebbero contribuire ad ancorare le aspettative, attenuando in tal modo l'impatto del rischio di evento. Anche l'effetto di un aumento dei tassi ufficiali sull'avversione al rischio e sulla qualità creditizia potrebbe essere smorzato da una robusta crescita economica. Evidentemente, ciò vale meno per i mutuatari dei paesi emergenti, che non trarrebbero dalla crescita dell'economia statunitense gli stessi vantaggi delle società americane. Vanno poi considerati i fattori di mercato che influiscono sulla dimensione e distribuzione del rischio nel sistema. Le incertezze a tale riguardo sono state acuite dagli importanti mutamenti strutturali che hanno interessato negli ultimi anni i mercati degli strumenti debitori.

## Cambiamenti strutturali nei mercati del credito

Fra gli sviluppi finanziari più significativi degli ultimi anni vi è la comparsa di nuovi prodotti per il trasferimento del rischio di credito. Gli investitori hanno oggi a disposizione molti nuovi canali per esprimere le loro valutazioni. Inoltre, le istituzioni finanziarie – tradizionalmente i principali detentori di rischio creditizio – sono ora in grado di coprire e gestire in maniera più efficiente la loro esposizione. Ciò è stato reso possibile anche dalla crescita dei prodotti collegati ai CDS e dallo sviluppo delle CDO.

Fra i principali mutamenti figurano ...

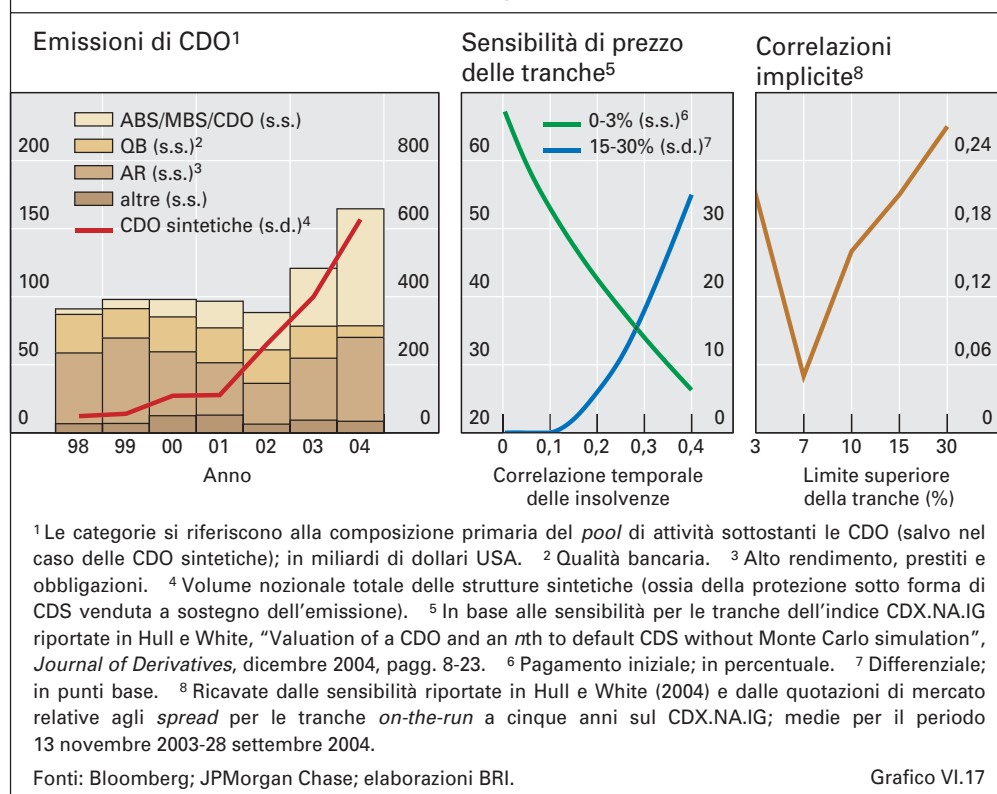
L'espansione esponenziale del segmento dei CDS rappresenta un fattore chiave della trasformazione nel mercato del credito, fornendo agli investitori uno strumento di facile accesso con cui assumere o coprire il rischio di insolvenza relativo a singoli debitori. L'ammontare nozionale dei contratti CDS in essere a livello mondiale aveva raggiunto a fine giugno 2004 quota \$4,5 trilioni, sestuplicandosi nel giro di tre anni. La più importante innovazione nel segmento dei CDS durante il periodo in esame è stata l'istituzione di indici *benchmark* per gli *spread* dei CDS su nominativi singoli. I contratti collegati a questi indici vengono ora negoziati su vasta scala, cosa che non accade ancora per i tradizionali indici delle obbligazioni societarie. Inoltre, i suddetti indici costituiscono la base di riferimento per gli strumenti derivati standardizzati, in particolare le *CDS index tranche* (un tipo di CDO sintetica) e le *credit default swaption* (opzioni su CDS).

... la comparsa di titoli standardizzati collegati ai CDS ...

Anche il più ampio mercato delle CDO si è sviluppato in nuove direzioni, consentendo agli investitori di personalizzare i propri portafogli in modi sempre più sofisticati. Sebbene sia difficile ottenere dati precisi, si stima che le emissioni di *cash CDO* e CDO sintetiche si siano aggirate lo scorso anno intorno ai \$165 e 673 miliardi rispettivamente (grafico VI.17). Buona parte dell'attività nel 2004 è stata indotta dalla ricerca di maggiori rendimenti, e si è concentrata su specifiche tranche di CDO – ossia strutture basate su un *pool*

... e nuovi tipi di CDO

## CDO e correlazione delle inadempienze



di attività composto da titoli ad alto rendimento e altri prodotti finanziari strutturati – e strumenti con maggiore effetto di leva, quali le CDO di CDO (*CDO-squared*).

Benché le dimensioni di questi nuovi comparti siano ancora relativamente modeste, appare chiaro che le recenti innovazioni hanno trasformato in modo permanente la negoziazione e la gestione del rischio di credito.

### *Benefici economici delle innovazioni sui mercati del credito*

Benefici delle recenti innovazioni:

Le innovazioni nei derivati su crediti e nei prodotti finanziari strutturati hanno apportato molti vantaggi al sistema finanziario: migliori opportunità per diversificare e assumere posizioni in specifici tipi di rischio di credito, specie le correlazioni di rischio creditizio; espansione della base di investitori nei vari comparti e connessa integrazione dei mercati; accresciuto spessore delle negoziazioni ("liquidità del mercato"). Tali vantaggi verranno esaminati singolarmente nei paragrafi successivi.

migliori opportunità di diversificazione ...

I mercati stanno divenendo più articolati, offrendo agli investitori maggiori opportunità di diversificazione. Gli operatori possono ora più facilmente assumere esposizioni lunghe o corte mediante *swap* su nominativi singoli o su indici nelle principali economie e persino in alcune regioni minori, scegliendo il settore o il grado di qualità creditizia desiderato. Gli strumenti ad alto grado di leva come le CDO consentono di assumere esposizioni verso i vari segmenti di una distribuzione delle perdite per insolvenza attraverso l'acquisto di tranche collegate a un *pool* di valori mobiliari. Inoltre, negli ultimi

due anni si è ampliata notevolmente la gamma di titoli sottostanti le CDO. Grazie alla comparsa dei prodotti finanziari strutturati, è oggi possibile scambiare attivamente le diverse componenti della struttura patrimoniale di un portafoglio.

In particolare, le tranche di CDO offrono l'opportunità di gestire più direttamente le correlazioni di rischio creditizio. Negoziando titoli altamente sensibili alle correlazioni, gli investitori possono più agevolmente modificare la loro esposizione ai rischi sistematici di insolvenza e di recupero. L'alto grado di liquidità delle *CDS index tranche*, derivante in parte dalla loro standardizzazione, implica che questi rischi sono ora trattati in modo più efficiente. Per illustrare il modo in cui gli investitori possono aumentare la loro esposizione alle correlazioni, il grafico VI.17 mostra come la curva della distribuzione delle perdite di portafoglio e il valore delle varie tranche varino in funzione della correlazione delle inadempienze. In generale, una maggiore correlazione tende a ridurre la rischiosità (ad aumentare il valore) della tranche di prima perdita (*equity tranche*), mentre tranche a più alto rating (*super-senior*) divengono più rischiose. In tal modo, gli investitori possono gestire il rischio di correlazione assumendo posizioni lunghe o corte in differenti tranche.

I mercati del credito stanno inoltre divenendo più integrati per quanto riguarda sia la base degli investitori sia il collegamento con altre categorie di attività. Una più vasta gamma di investitori sta implicitamente assumendo esposizioni in tutte le classi di rating attraverso prodotti strutturati. L'attività degli *hedge fund*, le cui strategie allocative soggiacciono a minori vincoli, è aumentata sostanzialmente. Inoltre, accanto a banche, compagnie di assicurazione e *hedge fund*, altri gestori di patrimoni ricercano in misura crescente mandati per investire in CDO e prodotti collegati ai CDS. Gli investitori hanno anche cominciato a impiegare strategie più complesse che abbracciano prodotti di tasso di interesse, strumenti debitori e azioni, e molte sedi di contrattazione sono state riorganizzate proprio per rispecchiare questa maggiore integrazione.

... maggiore integrazione dei mercati ...

Terzo, i nuovi strumenti hanno accresciuto la liquidità dei mercati del credito, evidenziata anche dalla comparsa di autentici mercati bidirezionali. I volumi sono aumentati notevolmente, e i differenziali denaro/lettera su indici CDS e *CDS index tranche* sono scesi a livelli bassissimi, situandosi ora al di sotto di 1 punto base sull'indice ampio dei titoli europei di qualità bancaria e intorno ai 4 e 2 punti base rispettivamente per le tranche *junior mezzanine* (3-6%) e *super-senior* (12-22%) (grafico VI.15, diagramma di destra). Per contro, il mercato delle obbligazioni societarie resta relativamente illiquido; negli ultimi anni l'offerta è stata particolarmente scarsa a causa della riduzione del grado di leva attuata dalle imprese.

... e accresciuta liquidità ...

Considerati nel loro insieme, questi effetti benefici sul mercato del credito dovrebbero condurre nel lungo periodo a un calo generalizzato del rischio finanziario, e in particolare a *spread* creditizi mediamente più bassi. Una migliore diversificazione dei portafogli dovrebbe ridurre i premi di rischio su nominativi singoli, mentre la crescita in spessore e ampiezza dei mercati dovrebbe abbassare i premi di liquidità. A dire il vero, non è ancora chiaro in quale misura questi effetti abbiano concorso ai bassi livelli toccati di recente dagli *spread* creditizi. Nondimeno, vi sono alcune indicazioni secondo cui la

... ridurranno il rischio nel lungo periodo



*structured credit bid*, connessa con la forte domanda di collaterale da parte degli emittenti di CDO, avrebbe effettivamente abbassato gli *spread*.

Nonostante le numerose innovazioni introdotte di recente, permane un ampio margine per l'ulteriore sviluppo dei mercati. Ad esempio, manca ancora un mercato dei *futures* sul rischio di credito, e le contrattazioni di *credit default swaption* sono ancora relativamente scarse. L'introduzione nel marzo 2005 del *fixing* per gli *swap* su indici CDS dovrebbe contribuire a promuovere la crescita di questi e altri mercati di prodotti derivati basati sui CDS.

#### *Principali ambiti di incertezza*

Nonostante i progressi, restano alcune incertezze ...

Ai molteplici benefici derivanti dalle recenti innovazioni si accompagnano tuttavia alcuni rischi potenziali, visto in particolare il precoce stadio di sviluppo dei mercati. Spiccano in particolare due aspetti potenzialmente problematici: il grado di complessità dei prodotti e il funzionamento dei mercati in situazioni di stress.

... poiché i prodotti strutturati sono molto complessi e possono celare rischi ...

Innanzitutto, gli strumenti creditizi strutturati sono assai complessi, e i rischi che essi comportano potrebbero non essere pienamente compresi da tutti gli operatori. Le clausole contrattuali delle CDO sono spesso di difficile valutazione e la complessità delle operazioni pone molti problemi di modellizzazione. Nonostante gli sforzi volti a elaborare più realistici modelli di *pricing* e sistemi di gestione del rischio, molti operatori stanno ancora affinando le loro capacità analitiche. Alla luce di ciò, le agenzie di rating hanno svolto un ruolo centrale nello sviluppo del mercato. Tuttavia, l'esperienza maturata con i rating sulle CDO è ancora relativamente scarsa, e le regole empiriche impiegate dagli investitori per i rating delle obbligazioni societarie potrebbero essere fuorvianti allorché applicate a prodotti strutturati con alto grado di leva. A un livello ancor più fondamentale, sono necessari ulteriori progressi per comprendere le caratteristiche della distribuzione delle perdite di portafoglio, il profilo di rischio delle tranche di CDO e la loro sensibilità alle correlazioni di rischio creditizio. Ad esempio, lo *smile* della curva di correlazione dei prezzi delle *CDS index tranche* (grafico VI.17) fa ritenere che i modelli standard per il rischio di portafoglio potrebbero essere inadeguati. Questi modelli presuppongono che i nessi fra tutti i nominativi presenti nell'indice vengano colti da un singolo parametro di correlazione, ma di fatto gli *spread* sulle diverse tranche segnalano l'esistenza di differenti valori della correlazione.

... e la robustezza di questi nuovi mercati non è stata ancora pienamente messa alla prova

Secondo, resta da vedere come i mercati di CDS e CDO reagirebbero di fronte a una sequela di inadempienze o a una brusca inversione nel ciclo del credito. Le condizioni che hanno contribuito allo sviluppo di tali comparti potrebbero non permanere in futuro. Una fonte di timore è l'impatto delle posizioni con alto grado di leva sui bilanci delle istituzioni finanziarie, qualora i mercati dovessero subire una svolta. Un'altra è la natura del ruolo sistemico svolto da istituzioni ad alto grado di leva, quali gli *hedge fund*, sulla liquidità del mercato; è pensabile che la natura bidirezionale dei mercati possa assottigliarsi qualora i venditori di protezione dovessero ritirarsi proprio nel momento in cui risulti maggiore la necessità di coprirsi contro il rischio di insolvenza. A questo proposito va rilevato che, nonostante alcuni segnali di

turbolenza, i mercati di CDS e *CDS index tranche* paiono aver reagito in maniera perlopiù composta alle recenti vicende di General Motors e Ford. È pur vero, tuttavia, che gli operatori avevano da tempo scontato i declassamenti delle due società. Pertanto, gli eventi della primavera 2005 possono non essere indicativi del funzionamento di tali mercati in situazioni di stress.