

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati in rialzo grazie al ritorno della fiducia

I dubbi degli investitori circa il vigore dell'economia mondiale si sono dissipati in novembre. La propensione al rischio è tornata a crescere man mano che si moltiplicavano le notizie di un consolidamento dell'espansione, specie negli Stati Uniti. Sebbene in ottobre i rincari del petrolio abbiano fatto sentire i loro effetti sui mercati finanziari internazionali, l'affievolirsi dei timori connessi con le forniture di greggio ha permesso un rapido recupero delle quotazioni: a fine novembre i prezzi del credito e delle azioni si situavano ai massimi degli ultimi anni e le volatilità erano scese ai livelli minimi. Essendo stati ampiamente anticipati, gli incrementi dei tassi ufficiali statunitensi hanno avuto uno scarso impatto sui mercati. Neanche l'andamento peggiore del previsto dei profitti societari è sembrato scalfire la fiducia degli investitori.

La rinnovata propensione al rischio degli investitori ha inoltre contribuito a comprimere gli spread sul debito dei paesi emergenti a livelli non più registrati da anni. I mutuatari di questi paesi hanno approfittato delle favorevoli condizioni di finanziamento offerte, e la loro raccolta sui mercati internazionali – che prosegue a ritmo sostenuto – sembra ormai destinata a eguagliare il record del 1997. Le oscillazioni nei prezzi delle materie prime hanno concorso a un ampliamento dei differenziali in ottobre, rivelatosi peraltro solo temporaneo. L'attenzione degli investitori si è altresì rivolta alla Cina, dove l'aumento dei tassi di interesse è stato percepito come il segnale di una maggiore disponibilità delle autorità monetarie a utilizzare meccanismi di mercato per il governo dell'economia.

Nonostante la pubblicazione negli Stati Uniti di dati macroeconomici sorprendentemente positivi in novembre, il dollaro USA è sceso a nuovi minimi nei confronti delle principali valute. Ad agire da catalizzatore sembrano esser stati i rinnovati timori sul disavanzo corrente USA. A causa del deprezzamento della moneta statunitense e delle contrastanti tendenze nelle aspettative di crescita, i rendimenti in yen e soprattutto in euro si sono discostati da quelli in dollari più di quanto non avessero già fatto in corso d'anno. Nondimeno, i rendimenti a lungo termine nei principali mercati sono rimasti ben al disotto dei massimi di giugno.

Gli investitori azionari ignorano i “profit warning”

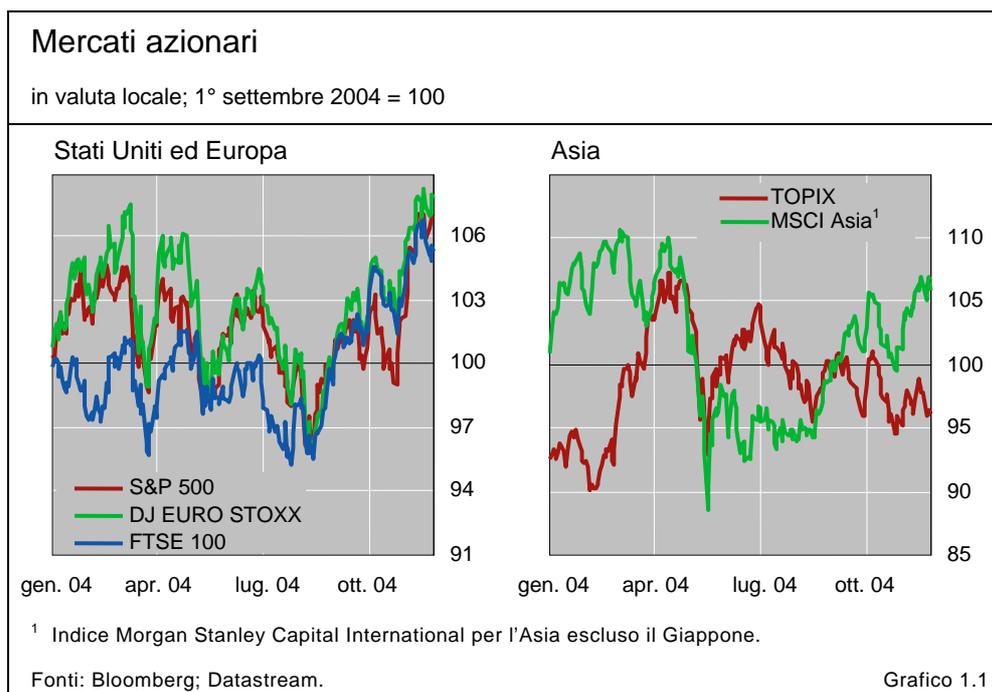
Sono stati i mercati azionari a rispecchiare maggiormente il clima di ottimismo riguardo alle prospettive economiche. Dopo i cali di luglio e dei primi di agosto, indotti dai timori sul vigore della ripresa, le borse valori di tutto il mondo si sono mosse al rialzo a partire da metà agosto (grafico 1.1). La fase ascendente si è interrotta in ottobre, per poi riprendere nuovamente slancio in novembre: alla fine di questo mese numerosi listini hanno toccato livelli non più osservati dal 2001. L'indice S&P 500 è aumentato dell'11% tra il 12 agosto – il minimo dell'anno – e il 26 novembre. Nello stesso periodo gli indici Dow Jones EURO STOXX e MSCI Asia (Giappone escluso) sono saliti rispettivamente del 12 e dell'11%.

L'unica grande borsa valori a non avere registrato progressi nel periodo sotto rassegna è stata quella di Tokyo: dopo i forti guadagni segnati durante l'anno, le quotazioni giapponesi sono state raffrenate dalle deludenti notizie sul vigore dell'economia nipponica. È quanto accaduto ad esempio il 10 settembre, quando l'indice TOPIX ha perso mezzo punto percentuale all'annuncio di dati aggiornati sul PIL per il secondo trimestre inferiori alle aspettative.

Nei mercati che si sono mossi al rialzo le valutazioni sono state sospinte non tanto da un inequivocabile miglioramento delle prospettive di crescita quanto dal fatto che, agli occhi degli analisti, gli annunci sembravano escludere per il breve termine un rallentamento o un'inversione della ripresa mondiale. Se nei mesi di luglio e agosto molti importanti indicatori dell'economia USA avevano provocato una certa delusione, i dati pubblicati nei mesi successivi hanno soddisfatto, se non anche superato, le attese degli investitori. Di conseguenza, dopo le revisioni al ribasso del terzo trimestre, le previsioni di crescita si sono stabilizzate nel quarto, specie per gli Stati Uniti (grafico 1.2). La fiducia nelle prospettive per l'economia USA è stata alimentata dalla

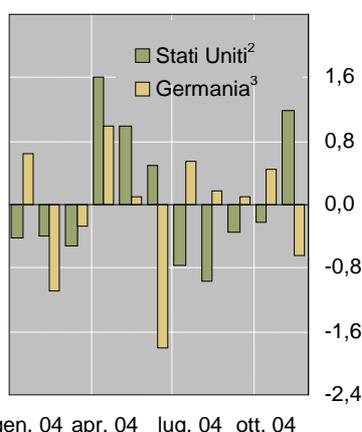
I corsi azionari toccano i massimi dal 2001 ...

... grazie al consolidamento delle prospettive di crescita ...

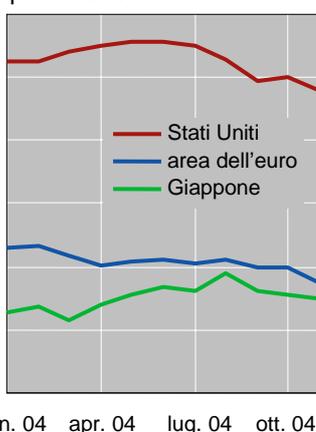


Annunci macroeconomici

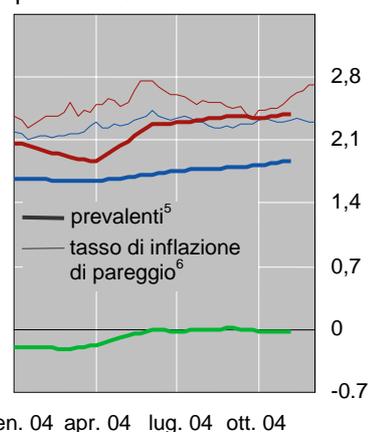
Sorprese contenute negli annunci¹



Previsioni di crescita per il 2005^{4,5}



Previsioni di inflazione per il 2005⁴



¹ Differenza fra le cifre effettive e le previsioni prevalenti, normalizzata in base alla deviazione standard delle sorprese precedenti; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state pubblicate le cifre effettive. ² Media ponderata degli indici normalizzati delle "sorprese" relativi ai seguenti annunci: indagine dell'ISM; occupazione nei settori non agricoli; vendite al dettaglio; prezzi alla produzione; prezzi al consumo. ³ Indagine sul clima di mercato in Germania condotta dall'Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo). ⁴ Variazioni percentuali sull'anno precedente. ⁵ Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui è stata effettuata la previsione. ⁶ Tasso di inflazione risultante dalla differenza fra i rendimenti nominali e i rendimenti su titoli di pari scadenza indicizzati all'inflazione; per l'area dell'euro, titoli indicizzati del governo francese; medie settimanali.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.2

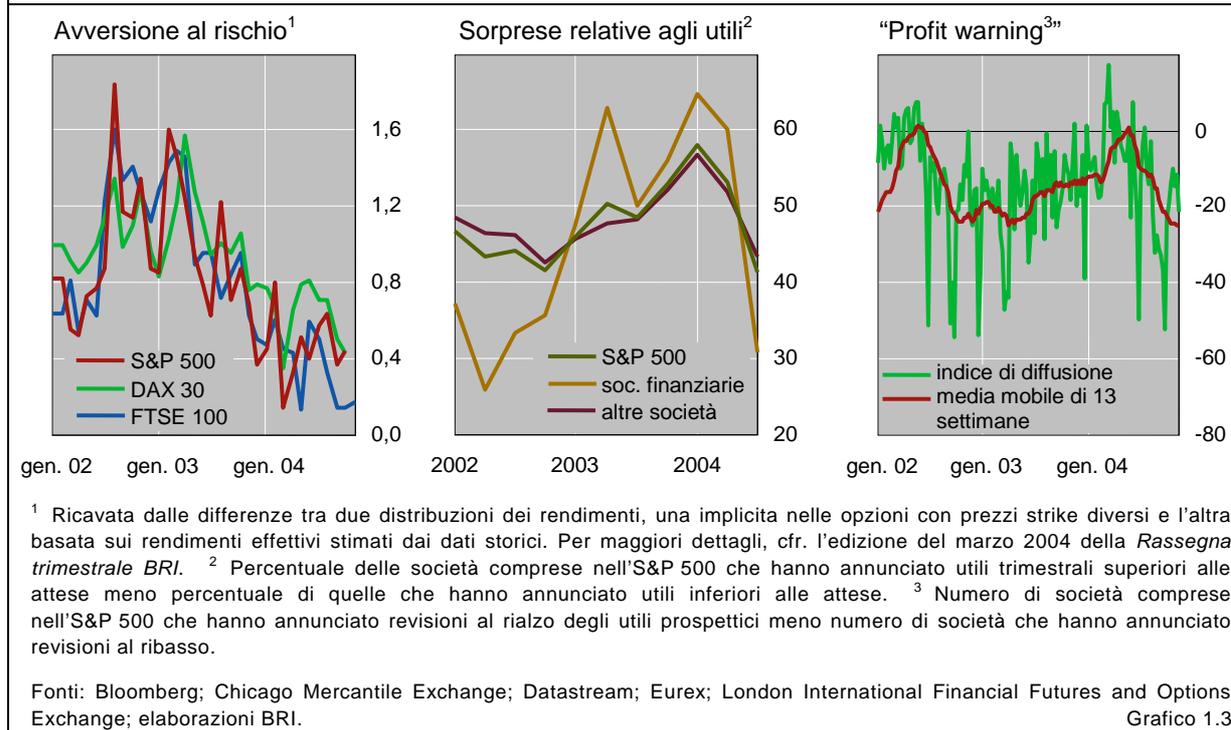
pubblicazione, il 5 novembre, di un rapporto sull'occupazione migliore del previsto, che ha innalzato l'S&P 500 di mezzo punto percentuale. L'indice aveva già guadagnato l'1% il 3 novembre, grazie al venir meno dell'incertezza di natura politica dopo le elezioni presidenziali.

... e alla minore avversione al rischio

A svolgere un ruolo fondamentale nella fase rialzista dei mercati è stato il calo dell'avversione al rischio. Tra aprile e giugno il suo aumento aveva inciso sulle quotazioni azionarie, di riflesso all'incertezza sul futuro orientamento della politica monetaria USA (grafico 1.3). Stando alle stime dell'avversione al rischio effettiva desunte dalle opzioni su indici azionari, a settembre tale tendenza si era invertita. Al diminuire delle "sorprese" macroeconomiche negative, gli investitori sarebbero tornati a confidare nelle proprie previsioni in materia di crescita e di tassi ufficiali.

In alcune occasioni sono stati i mediocri rapporti sugli utili a disturbare i mercati, specie in ottobre. Il 7 e il 14 di quel mese l'S&P 500 ha perso l'1% in seguito alla pubblicazione di profitti inferiori alle attese rispettivamente da parte di Alcoa, società operante nella produzione di alluminio, e del costruttore automobilistico General Motors. A dire il vero, nel terzo trimestre 2004 la crescita dei profitti delle società dell'S&P 500 ha deluso le aspettative per la prima volta da oltre un anno. Risultati reddituali inferiori alle previsioni degli analisti sono stati resi noti da ben un quarto delle istituzioni finanziarie statunitensi, quasi il doppio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (grafico 1.3). Di più, la differenza tra il numero di società USA che hanno annunciato correzioni verso il basso degli utili prospettici e quelle che hanno

Avversione al rischio e utili societari



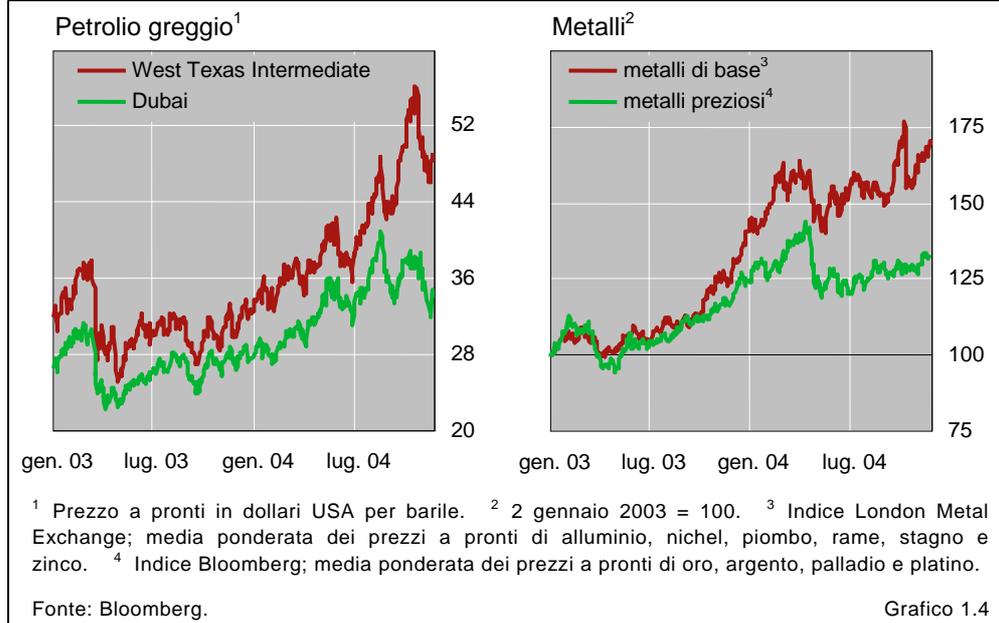
annunciato correzioni verso l'alto ha raggiunto il valore più elevato da metà 2003. In ottobre, a peggiorare la situazione del mercato USA si sono aggiunte le indagini avviate dall'ufficio del procuratore generale di New York nel settore assicurativo (cfr. infra).

Nondimeno, la forte crescita degli utili – pur sempre a due cifre, anche se inferiore alle attese – ha alimentato la tendenza rialzista del mercato, contribuendo a giustificare a posteriori le elevate valutazioni osservate a inizio d'anno. Basato su una media quinquennale degli utili effettivi, il rapporto prezzo/utili dell'S&P 500 è sceso da 30 a 26 tra gennaio e agosto, per poi tornare a salire. In novembre esso era pari a 28, ben al disopra del 17 registrato mediamente nel periodo 1961–1995. In prossimità di tale media si situerebbe l'indice calcolato in base agli utili prospettici; tuttavia, in passato questo indicatore si è spesso rivelato oltremodo ottimistico.

Gli alti prezzi petroliferi hanno anch'essi a tratti influito negativamente sui mercati azionari. Già da tempo gli operatori erano preoccupati per le tendenze di più lungo periodo della domanda e dell'offerta di greggio, e soprattutto per il perdurare di forti tassi di crescita nei grandi paesi consumatori come la Cina e di un basso eccesso di capacità nell'industria petrolifera mondiale. A metà settembre tali timori sono stati acuiti dai danni provocati da un uragano alle piattaforme estrattive del Golfo del Messico, da cui proviene circa il 10% del greggio consumato negli Stati Uniti. I danni sono stati più gravi del previsto, e molte società hanno annunciato che la produzione sarebbe rimasta al di sotto dei livelli normali ben oltre la fine del mese. A ciò sono andate ad aggiungersi tensioni sociali in Nigeria e agitazioni sindacali in Norvegia, che hanno provocato la chiusura di diverse installazioni petrolifere. Questi avvenimenti

Timori per l'impatto degli alti prezzi del petrolio sulla crescita

Prezzi delle materie prime



hanno fatto impennare i prezzi del greggio, e in particolare di quello dolce come il West Texas Intermediate (WTI) e il Brent (grafico 1.4). Meno colpita è stata l'offerta di greggio sulfureo, come il Dubai, le cui quotazioni non hanno segnato aumenti altrettanto drastici¹.

Il rincaro del petrolio avrebbe preoccupato gli investitori più per il suo impatto sulla crescita che non per i connessi effetti inflazionistici. Presumendo che, a differenza degli shock petroliferi degli anni settanta, la recente impennata dei corsi non avrebbe determinato spinte inflazionistiche, gli operatori sono sembrati invece temere che un'insufficiente capacità in eccesso nell'industria petrolifera potesse inibire la ripresa, soprattutto per l'economia USA, il cui consumo di greggio dolce è superiore a quello di altri grandi paesi.

I timori per le ripercussioni dei rincari del petrolio sulla crescita sono venuti meno allorché i prezzi del greggio hanno registrato un brusco calo verso la fine di ottobre. Il 27 ottobre la notizia di un aumento maggiore del previsto nelle scorte petrolifere statunitensi ha fatto precipitare le quotazioni: il WTI è calato del 5% dal livello quasi record di 55 dollari a barile del giorno prima. L'S&P 500 è balzato dell'1% in quella stessa giornata, e ha continuato a salire nei giorni seguenti. L'intervento governativo attuato in precedenza quella settimana per porre fine alle agitazioni sindacali in Norvegia potrebbe aver amplificato l'effetto del rapporto sulle scorte. I prezzi del greggio sono calati ulteriormente nelle settimane successive, riassorbendo buona parte dei rincari di settembre e ottobre. Ciò nonostante, verso la fine di novembre i corsi petroliferi erano ancora ben al disopra dei loro livelli del primo semestre 2004.

Il calo dei corsi petroliferi sospinge i prezzi azionari

¹ La differenza principale tra il greggio dolce e quello sulfureo risiede appunto nel contenuto di zolfo. Le qualità a più elevato tenore sulfureo sono più difficili da raffinare e, di conseguenza, il loro prezzo è di solito proporzionalmente inferiore a quello del greggio dolce.

Ricerca di rendimento nei mercati creditizi

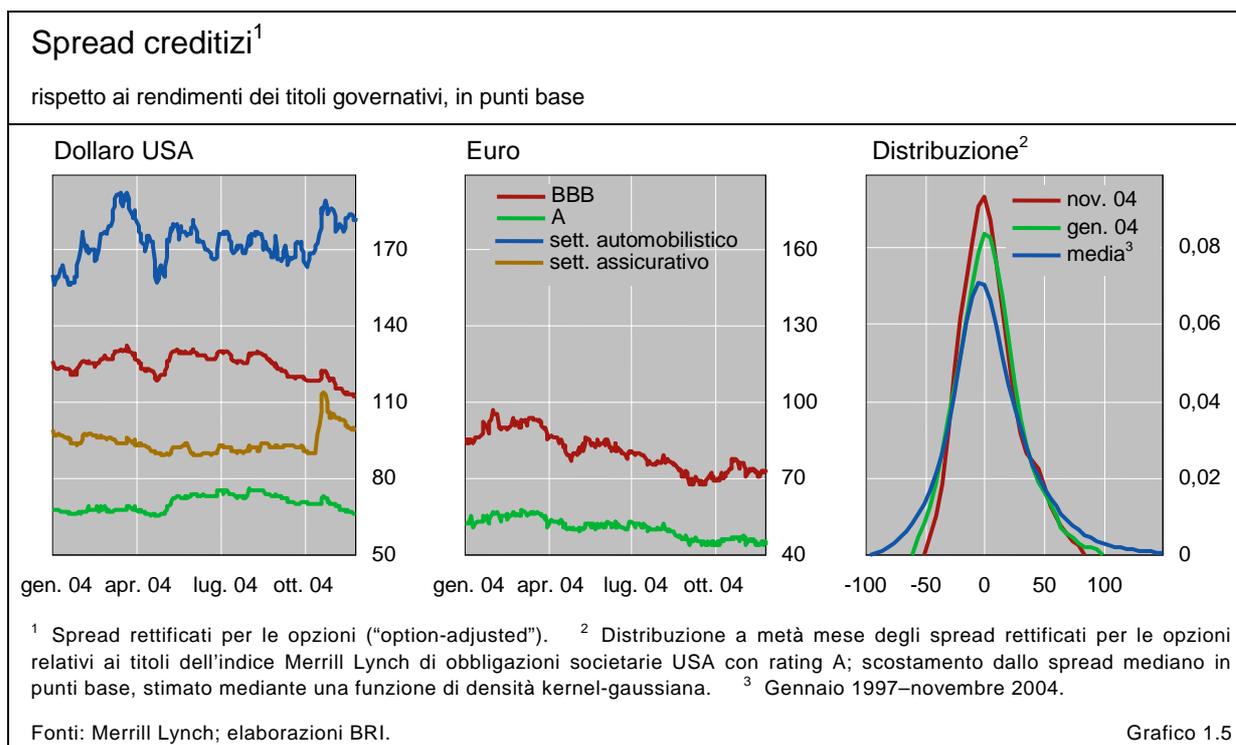
Il consolidamento delle aspettative di crescita e il calo dell'avversione al rischio hanno altresì innescato un'ascesa dei mercati creditizi. Dopo essere rimasti pressoché stabili nella prima metà del 2004, i differenziali sulle obbligazioni societarie sia "investment grade" sia ad alto rendimento si sono ristretti tra fine agosto e fine novembre (grafico 1.5). Il 26 novembre gli spread sui titoli in dollari emessi da società con rating BBB erano scesi a 112 punti base – poco al disopra del loro precedente minimo del gennaio 1998 – e quelli sui corrispondenti titoli in euro a 79 punti base.

Gli spread creditizi scendono ai minimi degli ultimi anni

Il basso livello dei differenziali è stato favorito dai costanti miglioramenti nella qualità creditizia delle imprese. La forte crescita degli utili, associata a un protrarsi di una debole spesa in conto capitale, ha consentito un ulteriore abbassamento del grado di leva. Il calo nel numero di declassamenti – e l'aumento degli innalzamenti – da parte delle agenzie di rating in atto da fine 2002 è proseguito nel terzo trimestre di quest'anno, quando il rapporto tra il numero di emittenti promossi e quello di emittenti declassati da Moody's ha sfiorato quota 2, contro poco meno di 1 nel terzo trimestre 2003.

Nei pochi comparti in cui si è avuto un deterioramento del merito di credito, ciò è sempre avvenuto per cause inerenti al settore o a singole società. L'attenzione degli investitori si è rivolta in particolare ai problemi delle case automobilistiche e delle compagnie di assicurazione. Gli spread sulle obbligazioni di General Motors – uno dei maggiori emittenti nel mercato dei titoli societari USA – si sono ampliati di ben 50 punti base a metà ottobre, dopo le deludenti segnalazioni sugli utili: il declassamento da parte di Standard & Poor's a BBB–, il grado più basso della qualità bancaria assegnato da questa agenzia, ha intensificato le cessioni di titoli della società. Gli spread di varie compagnie

Problemi per le imprese automobilistiche e assicurative



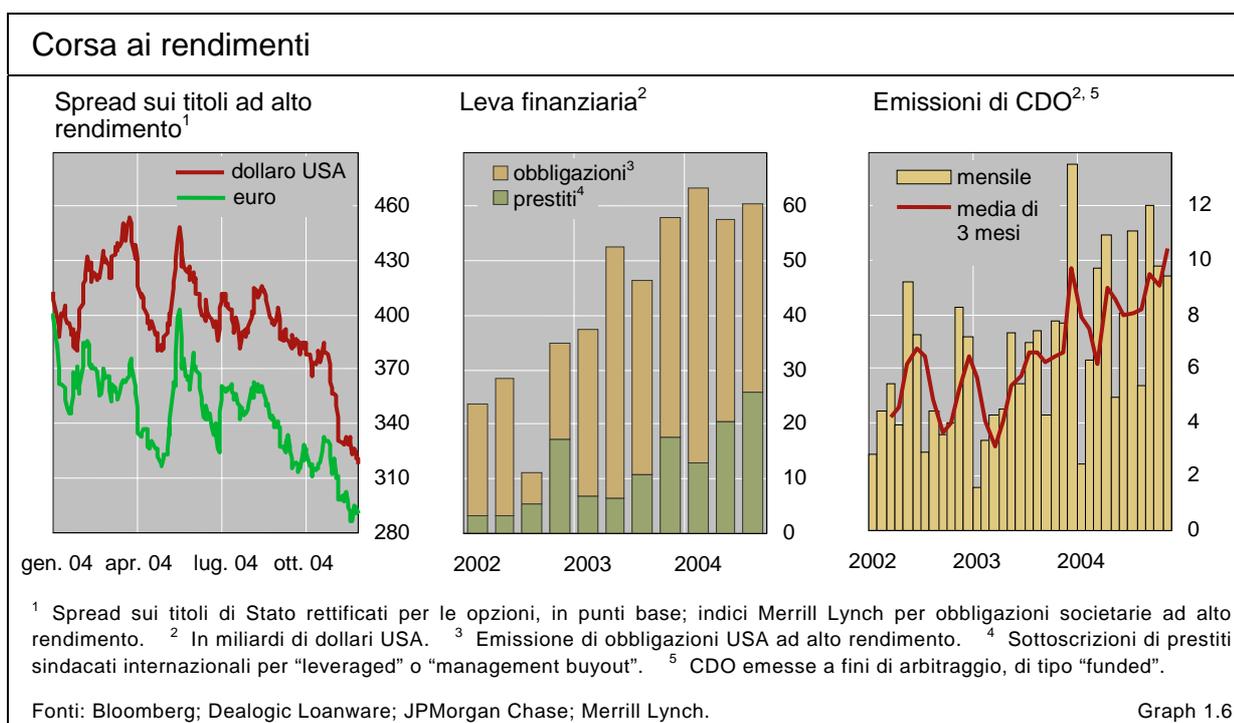
di assicurazione sono aumentati verso la fine di ottobre, dopo che l'ufficio del procuratore generale di New York ha intentato un'azione civile contro il broker Marsh & McLennan, accusandolo di turbativa d'asta con la complicità di assicuratori. I costi di finanziamento di Marsh & McLennan sono saliti drasticamente, viste anche le sue ingenti passività sotto forma di commercial paper, che lo rendevano più esposto al rischio di liquidità rispetto ad altre società indagate.

Il calo dell'avversione al rischio ha contribuito alla compressione dei differenziali. I costanti bassi rendimenti nominali sui titoli meno rischiosi hanno favorito il protrarsi della ricerca di rendimento che caratterizza i mercati dalla fine del 2003. Nel comparto "high-yield" la domanda degli investitori ha continuato a far lievitare i prezzi nonostante i massicci collocamenti (grafico 1.6), e i differenziali hanno addirittura toccato i minimi dal 1998. Gli stessi mutuatari con minor merito di credito non hanno avuto difficoltà a trovare acquirenti per le loro emissioni: in base alle stime di Moody's, nel trimestre in esame oltre un terzo dei collocamenti di titoli USA ad alto rendimento faceva capo a imprese quotate B3 o Caa (i rating più bassi assegnati dall'agenzia alle nuove emissioni). Sempre nel terzo trimestre, le sottoscrizioni di prestiti sindacati per il finanziamento di operazioni di "leveraged buyout" hanno toccato la cifra record di \$26 miliardi.

La ricerca di alti rendimenti nei mercati creditizi si è manifestata altresì nella minore selettività mostrata dagli investitori. Il restringimento della distribuzione degli spread per i mutuatari appartenenti a una data classe di rating indica che, nell'ultima parte del 2004, gli investitori hanno operato una minore differenziazione rispetto al passato (grafico 1.5). Ad esempio, nel mese di novembre i differenziali per la classe A risultavano maggiormente addensati rispetto non solo alla media dal 1997, ma anche ai precedenti periodi del 2004.

Nonostante le ingenti emissioni, calano gli spread sull'alto rendimento

Minore selettività da parte degli investitori



Anche la domanda dei gestori di “collateralised debt obligation” (CDO) ha contribuito a mantenere bassi i differenziali creditizi. Le “arbitrage CDO” sono strutturate in modo da trarre vantaggio dal fatto che gli spread sulle singole obbligazioni tendono ad essere più ampi di quanto basterebbe per coprire le probabili perdite da inadempienza in un portafoglio obbligazionario ben diversificato². Dopo essere rallentate nei primi mesi del 2004, le emissioni di tali strumenti sono riprese nel secondo e nel terzo trimestre (grafico 1.6). A causa della strettezza dei differenziali e della scarsità di nuove emissioni da parte delle imprese meglio quotate, sembra sia aumentata l’incidenza delle obbligazioni con rating B o inferiore fra i titoli stanziati a garanzia delle CDO di tipo “funded”.

Domanda dei gestori di CDO

È interessante notare come l’interazione dei fattori summenzionati abbia teso ad accentuare il calo degli spread. La migliore qualità creditizia ha indotto una flessione dei premi al rischio, che a sua volta ha incentivato gli investitori a ricercare impieghi più redditizi – compresi prodotti strutturati quali appunto le CDO –, esercitando così ulteriori pressioni al ribasso sui premi al rischio.

Gli spread sui titoli dei mercati emergenti scendono a nuovi minimi

Fattori analoghi hanno prodotto una compressione degli spread nei mercati emergenti. Dopo aver segnato un brusco rialzo durante l’ondata di vendite sui mercati obbligazionari globali in aprile e maggio, i differenziali sul debito emergente sono calati gradualmente fino agli ultimi di novembre (grafico 1.7). Il 26 di quel mese lo spread sull’EMBI+ si situava a 376 punti base, il livello più basso dall’ottobre 1997.

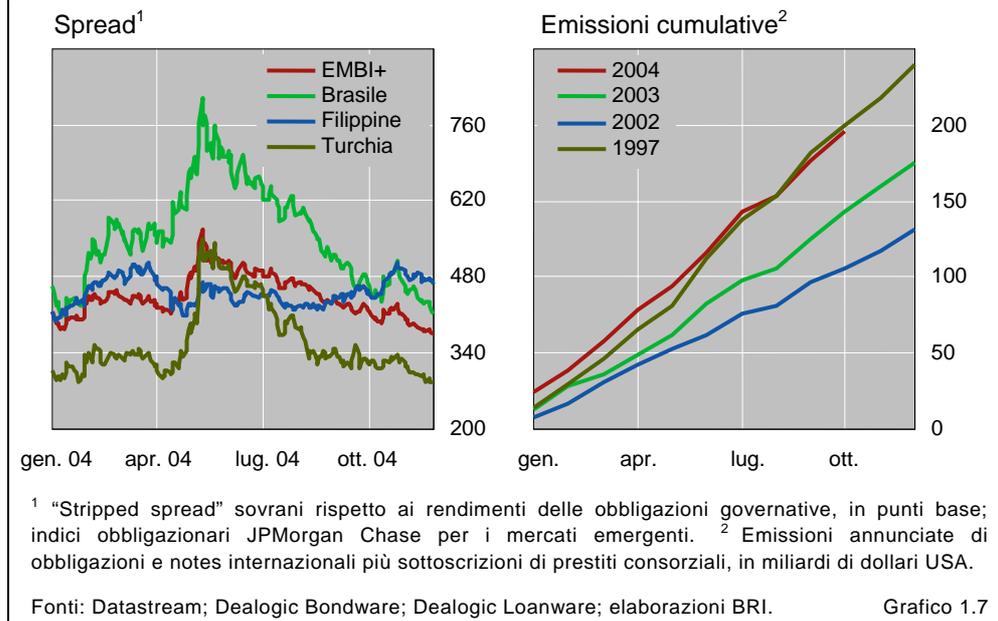
Gli emittenti dell’area emergente hanno continuato ad approfittare delle favorevoli condizioni di finanziamento offerte: oltre a raccogliere importi considerevoli sui mercati mobiliari e creditizi internazionali, essi si sono indebitati su scadenze sempre più lunghe e in un più ampio novero di valute, comprese quelle locali. Di questo passo, la raccolta dei prenditori emergenti per l’anno in corso è destinata a eguagliare il precedente massimo del 1997. A riprova dell’accresciuta ricettività degli investitori verso strategie innovative di finanziamento, in novembre la Colombia ha collocato la seconda obbligazione globale tradizionale mai emessa nella propria valuta da un soggetto sovrano quotato al disotto della qualità bancaria³; l’operazione ha contribuito a ridurre l’esposizione del paese a disallineamenti valutari.

Le emissioni dei mercati emergenti sono destinate a uguagliare il record del 1997

² Cfr. J. Amato ed E. Remolona: “L’enigma degli spread creditizi”, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2003, pagg. 53–66.

³ Il primo soggetto sovrano a collocare un’obbligazione globale nella propria valuta era stata l’Argentina nel 1997. Per quanto riguarda l’emissione della Colombia, tutti i pagamenti sono denominati in pesos colombiani, ma vengono corrisposti in dollari USA sulla base del tasso di cambio medio peso/dollaro calcolato sui 28 giorni precedenti il pagamento.

Mercati emergenti



Sullo sfondo di questo generale miglioramento delle condizioni di mercato, un'importante fonte di incertezza per l'area emergente è provenuta dalle oscillazioni dei prezzi delle materie prime. Negli ultimi anni il loro elevato livello aveva sostenuto i forti ritmi di crescita di molti paesi emergenti, soprattutto in America latina e in Africa, contribuendo al miglioramento dei saldi di conto corrente. I prezzi dei metalli di base sono aumentati del 12% nel mese di settembre, per poi calare in seguito alla pubblicazione l'8 ottobre di dati sull'occupazione USA inferiori alle aspettative (grafico 1.4). Il 13 ottobre i prezzi sul London Metal Exchange sono crollati di quasi il 10%, forse a causa dei timori circa le prospettive economiche di Stati Uniti e Cina.

Il calo dei prezzi dei metalli innesca una temporanea ondata di vendite sui mercati emergenti

La serie di "sorprese" negative ha provocato a metà ottobre un sensibile ampliamento degli spread dei mercati emergenti. Tra i paesi più colpiti figurano Brasile, Filippine e altre economie con pesanti oneri debitori sull'estero. Tuttavia, l'ondata di vendite si è rivelata solo temporanea. La rinnovata fiducia nelle prospettive per gli Stati Uniti e le segnalazioni di un basso livello delle giacenze di talune merci primarie hanno spinto in alto i prezzi di metalli e di altre materie prime non petrolifere, e compresso gli spread dei mercati emergenti nei giorni a cavallo tra ottobre e novembre.

Diversamente da quanto accaduto in occasione di precedenti episodi di massicce vendite sui mercati emergenti, a metà ottobre i differenziali sulle obbligazioni in valuta estera della Turchia sono rimasti pressoché invariati. Grazie alla prospettiva dell'adesione all'Unione europea, gli spread sul debito turco sono riusciti ad affrancarsi da quelli di altre economie emergenti pesantemente indebitate. I primi di ottobre la Commissione europea si è espressa a favore dell'avvio dei negoziati di adesione, raccomandazione che – nelle opinioni degli operatori – dovrebbe essere avallata dai governi della UE in dicembre.

Sebbene a fine novembre gli spread sul debito emergente fossero per lo più prossimi o inferiori ai precedenti minimi del 2004, i timori per il crescente onere debitorio del governo filippino hanno mantenuto gli spread su livelli elevati. L'ampliamento ha avuto inizio verso fine agosto, quando la presidente del paese ha sottolineato l'urgenza di una rigorosa politica di bilancio; ulteriori pressioni si sono manifestate in ottobre, in seguito ai moniti di un possibile declassamento da parte delle principali agenzie di rating. I ritardi nella ratifica di leggi volte a incrementare il gettito fiscale hanno ulteriormente aggravato il clima negativo.

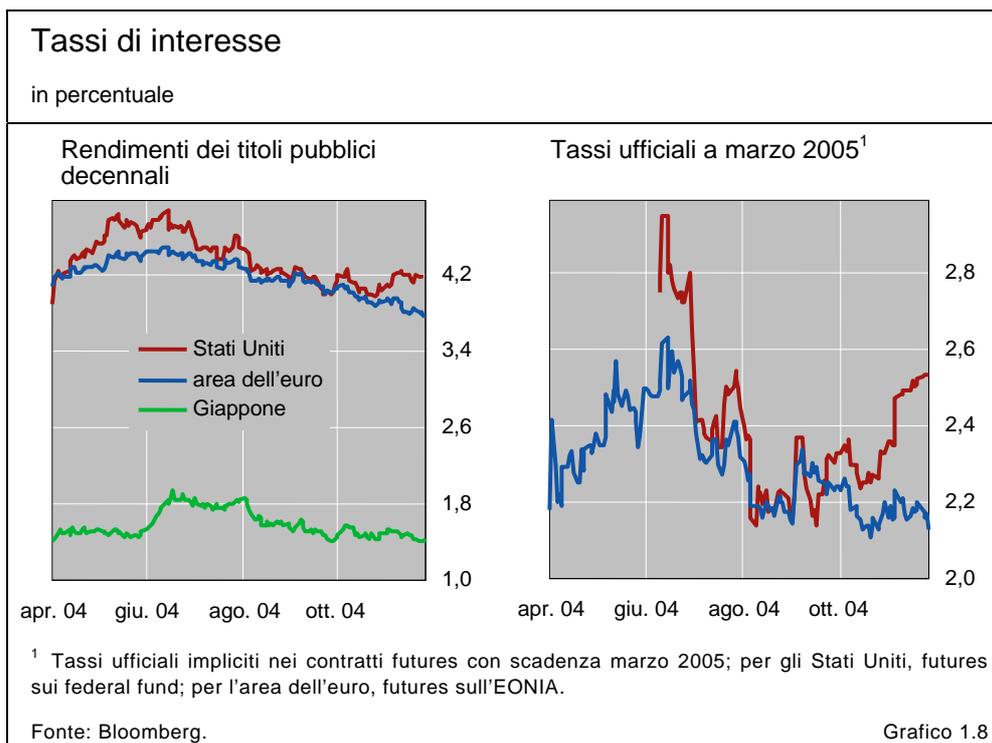
Crescono i timori per l'onere debitorio delle Filippine

Ancora bassi i rendimenti a lungo termine

Anche se i mercati azionari, creditizi ed emergenti si sono tutti mossi al rialzo, i rendimenti a lungo termine sono rimasti ben al di sotto dei loro massimi di giugno. Rispetto al picco del 14 giugno, al 22 settembre i rendimenti sui Treasuries decennali erano scesi di 90 punti base, al 4% (grafico 1.8). Essi hanno successivamente oscillato entro un intervallo di 25 punti base, stabilizzandosi a novembre inoltrato sul 4,2%, per poi salire ancora alla fine di quel mese. I rendimenti in yen hanno seguito un andamento simile, mentre quelli in euro hanno continuato a piegare verso il basso fino agli ultimi di novembre, due mesi dopo il punto di svolta inferiore dei rendimenti USA.

Se fino a settembre le stabili aspettative inflazionistiche avevano concorso al calo dei rendimenti a lunga, nei mesi successivi questi sono rimasti bassi anche in presenza di un deterioramento di tali aspettative. Le previsioni degli economisti in materia di inflazione, che erano state innalzate nettamente nel secondo trimestre, hanno continuato a muoversi verso l'alto nei due trimestri successivi. Analogamente, i tassi di inflazione di pareggio desunti dai

Rendimenti ancora bassi nonostante il peggioramento delle prospettive inflazionistiche

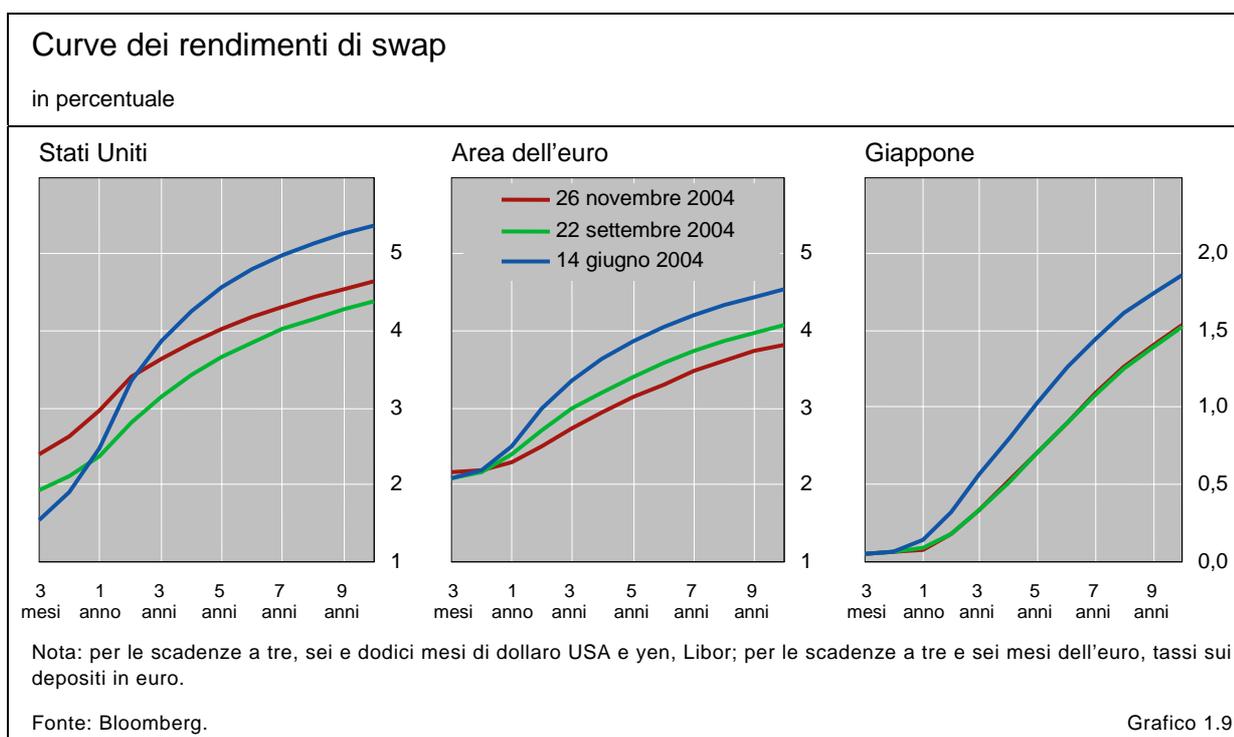


rendimenti delle obbligazioni indicizzate al costo della vita sono aumentati negli ultimi tempi, specie negli Stati Uniti, dopo essere calati nel terzo trimestre. Le prospettive di inflazione – soprattutto per l’economia USA – hanno continuato a deteriorarsi persino dopo la flessione dei corsi petroliferi a fine ottobre. Ciò non ha peraltro causato turbolenze sui mercati: le volatilità implicite nei maggiori mercati obbligazionari sono scese ai livelli minimi degli ultimi anni (cfr. il riquadro al termine di questa sezione).

Gli investitori sui mercati obbligazionari hanno continuato ad essere particolarmente sensibili alle mutevoli aspettative in materia di tassi ufficiali USA. I provvedimenti di politica monetaria – che tra giugno e novembre hanno innalzato per complessivi 100 punti base il tasso obiettivo sui federal fund – hanno avuto di per sé un impatto modesto sui rendimenti a lungo termine: essi erano stati anticipati dagli operatori fin da metà anno, ed erano già incorporati nei rendimenti. I mercati obbligazionari si sono invece concentrati sulla pubblicazione dei dati macroeconomici e sulle dichiarazioni ufficiali, ritenute indicative del probabile orientamento della Federal Reserve nel 2005 e oltre. Con il consolidamento delle prospettive di crescita e la correzione delle aspettative degli investitori riguardo al probabile indirizzo monetario, la curva dei rendimenti in dollari si è innalzata parallelamente di circa 20 punti base tra fine settembre e fine novembre (grafico 1.9).

Già da qualche tempo tra gli operatori è diffusa la percezione secondo cui le condizioni sul mercato del lavoro statunitense rappresentino un’importante determinante per il ritmo dell’inasprimento monetario. Di conseguenza, negli ultimi mesi le principali variazioni dei rendimenti si sono generalmente associate alle “sorprese” provenienti dai dati sull’occupazione USA. Mentre tra gennaio 1998 e luglio 2003 una variazione imprevista nell’ordine di 100 000

Le maggiori oscillazioni dei rendimenti seguono la pubblicazione dei dati sull’occupazione USA



posti di lavoro nei settori non agricoli avrebbe indotto una variazione media di 2 punti base nei rendimenti decennali, nell'ultimo anno tale impatto si è avvicinato ai 10 punti⁴. Di norma, l'effetto degli annunci sull'occupazione è stato determinato in egual misura dal quadro da essi fornito circa gli sviluppi sul mercato del lavoro per i vari mesi precedenti e da quello per il mese più recente. Così, sebbene i dati di agosto resi noti il 3 settembre fossero in linea con le attese, quel giorno i rendimenti sono balzati di 10 punti base a causa delle correzioni al rialzo annunciate per i dati di giugno e luglio.

Anche nei mercati del debito a lungo termine di Giappone ed area dell'euro i maggiori movimenti giornalieri sono per lo più intervenuti in concomitanza con la pubblicazione degli indicatori macroeconomici USA, mentre l'impatto degli annunci interni è stato più contenuto, come si osserva da tempo. Ad esempio, i rendimenti sulle obbligazioni decennali tedesche hanno perso 7 punti base dopo la diffusione del rapporto sull'occupazione USA dell'8 ottobre, che evidenziava un andamento sorprendentemente mediocre. Al contrario, gli altrettanto sorprendenti risultati positivi dell'indagine Ifo sul clima di fiducia delle imprese tedesche il 25 ottobre non hanno in pratica modificato i rendimenti in euro.

Nonostante l'elevata correlazione dei movimenti giornalieri, le tendenze di più lungo periodo dei rendimenti in yen e soprattutto in euro sono risultate meno allineate alle variazioni dei rendimenti in dollari rispetto al terzo trimestre. Nelle prime due settimane di novembre, in particolare, i rendimenti in yen ed euro sono calati, mentre quelli in dollari si sono mossi al rialzo. All'origine di tale divergenza vi sono state le mutevoli attese sulle prospettive economiche: gli investitori sono rimasti scettici riguardo al vigore della ripresa in Giappone e nell'area dell'euro, nutrendo invece maggior fiducia in quella statunitense.

Scostamento dei rendimenti in euro e yen da quelli in dollari

Nuovo deprezzamento del dollaro USA

Nonostante i dati macroeconomici USA estremamente positivi resi noti in novembre, nel periodo sotto rassegna il dollaro si è deprezzato scendendo a nuovi minimi nei confronti di molte valute (grafico 1.10). L'indebolimento della moneta statunitense è iniziato con la pubblicazione, il 14 ottobre, dei dati sulla bilancia commerciale per il mese di agosto, che hanno evidenziato il secondo più ingente deficit mai rilevato. Pochi giorni dopo lo slittamento è accelerato alla notizia che gli acquisti esteri di obbligazioni USA erano inaspettatamente rallentati in agosto. L'annuncio è stato interpretato da alcuni operatori come la conferma che banche centrali asiatiche e paesi esportatori di petrolio avessero avviato un processo di diversificazione dei portafogli a scapito del dollaro e a favore principalmente dell'euro. Se dovesse continuare, questo processo potrebbe pregiudicare la sostenibilità degli ampi disavanzi correnti USA registrati negli ultimi anni. I commenti rilasciati il 18 novembre dal presidente del Federal Reserve Board in merito al finanziamento del deficit del conto

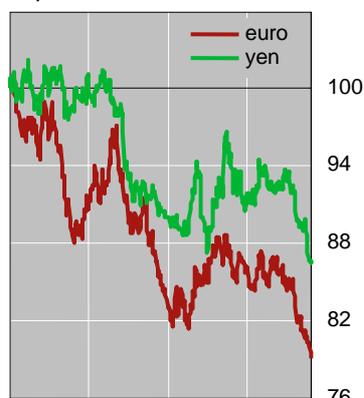
L'attenzione degli investitori per il disavanzo commerciale USA ...

⁴ Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a *Relazione annuale*, 28 giugno 2004, pagg. 114-115.

Tassi di cambio rispetto al dollaro USA

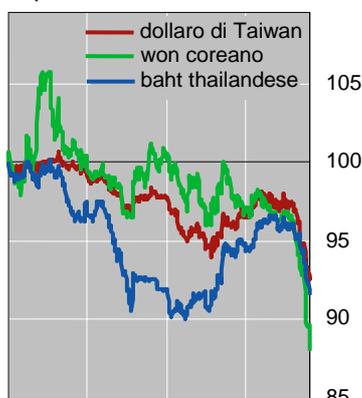
unità di moneta per dollaro USA; 1° gennaio 2003 = 100

A pronti



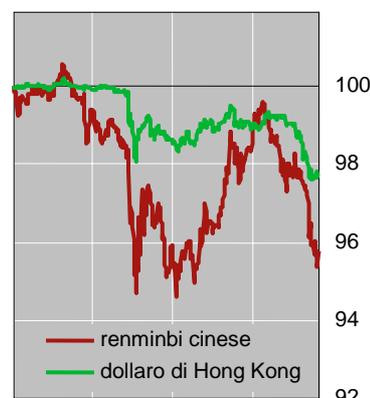
gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04

A pronti



gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04

A termine¹



gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04

¹ Tasso a dodici mesi; per il renminbi, tasso "non-deliverable forward".

Fonti: Bloomberg; WM/Reuters.

Grafico 1.10

corrente statunitense hanno acuito le percezioni negative nei riguardi del dollaro.

Il deprezzamento della valuta USA sembra aver concorso allo scostamento tra rendimenti in euro e in dollari. Il 25 novembre l'euro ha raggiunto un nuovo massimo nei confronti del dollaro, sfiorando quota \$1,33. Si è ritenuto che la forza della moneta unica avrebbe avuto un effetto potenzialmente frenante sulla crescita dell'area dell'euro e ridotto la probabilità di un aumento dei tassi ufficiali nel breve termine, esercitando pressioni al ribasso sui rendimenti in euro. Allo stesso tempo, la ricomposizione dei portafogli a scapito del dollaro ha apparentemente intensificato le spinte al rialzo sui rendimenti nella moneta USA.

... spinge il dollaro verso nuovi minimi nei confronti di molte valute

Anche le valute asiatiche si sono apprezzate nei confronti del dollaro. Tra fine settembre e fine novembre lo yen e il won coreano hanno guadagnato rispettivamente il 6 e il 9% contro la moneta statunitense, raggiungendo i livelli più elevati degli ultimi anni. Anche il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong sono stati oggetto di nuove pressioni. Le attese di una rivalutazione del renminbi si sono notevolmente rafforzate il 5 novembre, dopo che alcune dichiarazioni rilasciate in ambienti ufficiali cinesi sono state interpretate a favore di una certa fluttuazione del tasso di cambio. Qualche giorno prima le autorità monetarie di Pechino avevano innalzato i tassi di interesse per la prima volta da quasi un decennio allo scopo di prevenire un surriscaldamento dell'economia. Questo provvedimento riveste una particolare rilevanza non tanto per l'effetto diretto dell'aumento in sé, ma perché segnala il crescente ricorso da parte delle autorità del paese a meccanismi di mercato per il governo dell'economia.

Il recente calo della volatilità

La volatilità nei mercati azionari e obbligazionari è andata per lo più calando negli ultimi due anni, e ciò persino nei periodi in cui i mercati sono sembrati scossi dalle "sorprese" concernenti il vigore della ripresa mondiale. Nel mercato azionario la volatilità effettiva dei rendimenti dell'S&P 500 è scesa da oltre il 35% nell'ottobre 2002 al 10% nel luglio 2004, ed è rimasta su questo livello sino a fine novembre; la volatilità implicita nei prezzi delle corrispondenti opzioni è calata dal 34 al 15%. Nel mercato obbligazionario tra i primi di agosto 2003 e fine novembre 2004 la volatilità effettiva dei rendimenti del Treasury USA decennale è diminuita da oltre il 9 al 5% circa, il livello più basso dall'estate 2001, mentre quella implicita desunta dai prezzi delle opzioni si è dimezzata, dal 10 al 5%.

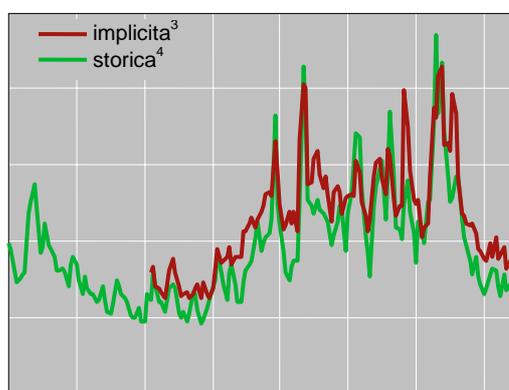
Per comprendere i fattori alla base del calo può essere utile osservarne il profilo temporale. Nei mercati azionari esso ha preso avvio intorno all'ottobre 2002. Si era alla fine di un prolungato periodo di insolita volatilità, caratterizzato dalla dilatazione e dallo scoppio di una bolla speculativa e da gravi scandali di natura contabile, ma anche all'inizio di una fase di accelerazione della crescita degli utili delle società e di un consolidamento dei loro bilanci, grazie al quale l'effetto di leva che in genere si associa a un'alta volatilità sembra essersi attutito, determinando altresì un calo degli spread. Inoltre, i rialzi successivi alla lunga fase ribassista del 2000-02 potrebbero avere smorzato i timori secondo cui il mercato sarebbe vulnerabile a un'ulteriore ampia correzione.

Nei mercati obbligazionari la volatilità ha toccato un picco nell'estate 2003, un periodo turbolento durante il quale gli operatori avrebbero valutato erroneamente la probabilità di un ricorso della Federal Reserve a misure non convenzionali di politica monetaria. Il 25 giugno la decisione della banca centrale di ridurre il tasso ufficiale di 25 punti base invece dei 50 previsti ha finito con lo stabilizzare le attese. Successivamente, i segnali e le dichiarazioni della Fed paiono aver creato tra gli operatori un consenso notevolmente ampio circa il futuro andamento dei tassi ufficiali. Ne è risultato un calo della volatilità, nonostante le oscillazioni talvolta anche brusche delle aspettative sulla ripresa di fondo, specie in occasione della pubblicazione dei dati sull'occupazione USA nei settori non agricoli. L'efficacia con cui le autorità monetarie sono riuscite a comunicare i propri intendimenti sembra aver annullato l'effetto "sorpresa" degli annunci macroeconomici.

Un secondo fattore che ha contribuito al calo della volatilità, specie nel mercato USA del reddito fisso, è stata la minore frequenza delle variazioni dei rendimenti collegate alla copertura di portafogli ipotecari. In alcune precedenti occasioni, e più di recente nell'agosto 2003, i crescenti rendimenti a lungo termine avevano condotto a un allungamento nella duration dei portafogli di titoli garantiti da ipoteca allorché i mutuatari avevano rallentato l'attività di rifinanziamento. Ciò aveva a sua volta comportato maggiori operazioni di copertura e, di conseguenza, un'ulteriore temporanea ascesa dei rendimenti a lunga. Nel 2004 questo effetto sembra essere stato meno pronunciato rispetto al passato, come dimostra l'aumento dei rendimenti nell'aprile scorso, cui si è associato un incremento solo modesto della volatilità. Il lungo periodo di rendimenti nominali relativamente bassi potrebbe aver ridotto il margine per nuove rinegoziazioni, cosicché modifiche inattese nel profilo dei rifinanziamenti non riescono più a cogliere di sorpresa il mercato.

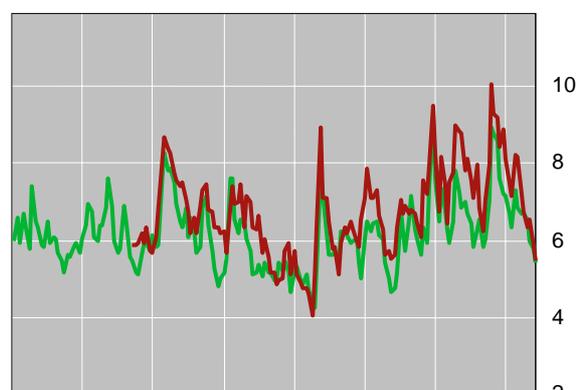
Misure della volatilità¹

S&P 500



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

Treasuries USA²



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

¹ Volatilità giornaliera annualizzata; medie mensili. ² Contratti futures sui titoli decennali. ³ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni call "at-the-money". ⁴ Volatilità condizionale dei rendimenti giornalieri stimata sul periodo gennaio 1990-novembre 2004 utilizzando un modello GARCH(1,1).

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; elaborazioni BRI.