

1. Quadro generale degli sviluppi: bassi rendimenti in un contesto di vigore dell'economia

I rendimenti a lungo termine nei principali mercati sono rimasti su livelli sorprendentemente contenuti agli inizi del nuovo anno. Nonostante il consolidarsi della crescita globale e gli ulteriori aumenti dei tassi ufficiali statunitensi, nel segmento del dollaro USA essi hanno continuato ad attestarsi su livelli inferiori a quelli prevalenti prima dell'avvio della manovra di inasprimento della Federal Reserve. I rendimenti a lunga in euro sono calati fino a metà febbraio, scendendo nel caso del Bund trentennale ben al disotto dei precedenti minimi. Questi andamenti non si sono accompagnati a una revisione al ribasso delle aspettative inflazionistiche, il che farebbe presagire l'esistenza di altri fattori all'origine dell'ascesa delle quotazioni obbligazionarie. Tra questi, gli operatori hanno spesso segnalato la domanda di attività a lungo termine da parte di fondi pensione e compagnie assicurative.

La propensione manifestata per gli strumenti a più alto rendimento sta a indicare che gli investitori sono rimasti fiduciosi riguardo al vigore della ripresa economica. Verso la fine del 2004 gli spread su tutte le tipologie di debito – privato e pubblico, di qualità bancaria e ad alto rendimento – sono scesi fino a raggiungere livelli prossimi, se non anche inferiori, ai loro minimi storici. Gli investitori sono tornati a mostrare una leggera avversione al rischio con gli inizi del nuovo anno, nel timore di un aumento più rapido del previsto dei tassi di riferimento USA. Ciò nondimeno, in febbraio i differenziali sul debito societario e su quello dei mercati emergenti si aggiravano ancora intorno ai valori di fine anno.

I mercati azionari hanno seguito un andamento analogo a quello dei mercati del debito, muovendo al rialzo sino a fine dicembre, per poi perdere slancio all'inizio del 2005. Le prospettive di un incremento della leva finanziaria delle imprese hanno ravvivato i listini azionari verso la fine di gennaio. Dopo diversi anni di consolidamento dei bilanci, le società USA in particolare sarebbero tornate a considerare riacquisti di azioni proprie, fusioni e acquisizioni quale mezzo per incrementare i dividendi, anche a costo di un potenziale innalzamento dei rischi in capo agli obbligazionisti.

I tassi a lunga continuano a muoversi entro un intervallo ristretto di fronte all'inasprimento della Fed

L'appiattimento della curva dei rendimenti USA, iniziato con l'avvio della manovra di inasprimento della Federal Reserve verso fine giugno, è continuato nel periodo sotto rassegna (grafico 1.1). Nel segmento a lunga i rendimenti sulle obbligazioni pubbliche – che erano cresciuti il trimestre precedente fino a novembre – hanno di nuovo piegato leggermente verso il basso ai primi di dicembre e agli inizi del nuovo anno. Il 9 febbraio i rendimenti sui Treasuries decennali si attestavano al 3,98%, il livello più basso da oltre tre mesi (grafico 1.2). La flessione è intervenuta persino mentre i tassi a breve venivano spinti verso l'alto dagli ulteriori aumenti del tasso ufficiale e in presenza di chiari segnali che la stretta sarebbe proseguita per almeno qualche altro mese.

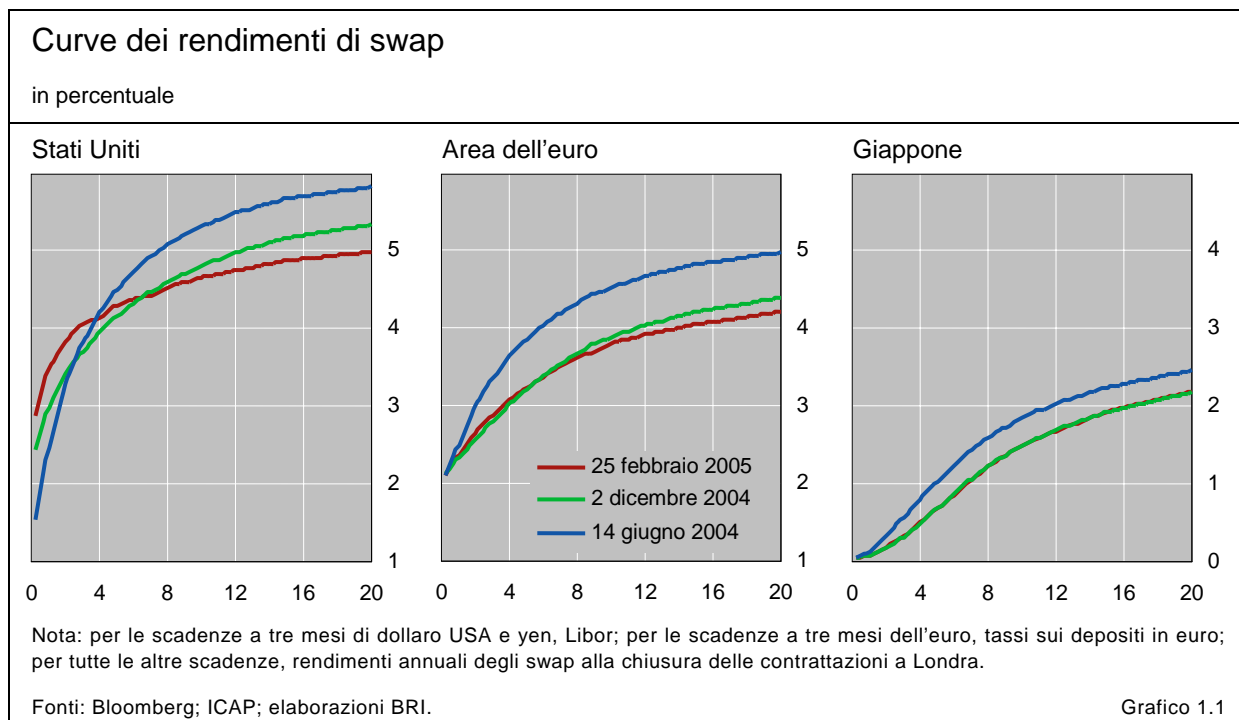
Un contributo all'insolita compostezza con cui i tassi a lunga hanno risposto agli inasprimenti monetari della Fed è provenuto dagli indicatori macroeconomici, collocatisi spesso al di sotto delle aspettative nel trimestre in esame, malgrado il concomitante aumento delle prospettive di crescita prevalenti per il 2005 (grafico 1.3). In particolare, gli importantissimi dati sull'occupazione nei settori non agricoli annunciati ai primi di dicembre e in febbraio sono stati molto inferiori alle previsioni e nelle due giornate di segnalazione hanno compresso i rendimenti di 16 e 9 punti base rispettivamente. Sul versante dei prezzi, l'inflazione di fondo dei prezzi al consumo è rimasta nel complesso contenuta e i rincari petroliferi non hanno avuto ricadute di rilievo sulle aspettative inflazionistiche a lungo termine.

Una seconda possibile spiegazione del calo dei rendimenti obbligazionari è stata la minore incertezza circa il corso e l'impatto della stretta monetaria nel breve termine. Nel periodo in esame la Fed ha mantenuto sia la valutazione secondo cui i rischi per i prezzi e la crescita erano bilanciati, sia l'aspettativa

Si appiattisce la curva dei rendimenti USA ...

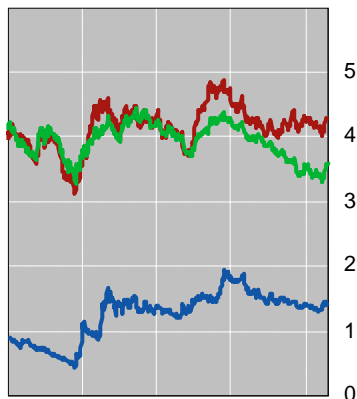
... a causa di una crescita dei posti di lavoro più debole del previsto ...

... e dalla minore incertezza circa l'orientamento di politica monetaria

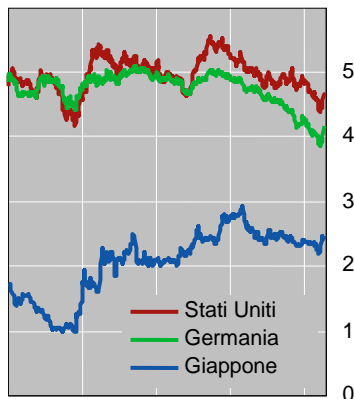


Mercati dei titoli pubblici

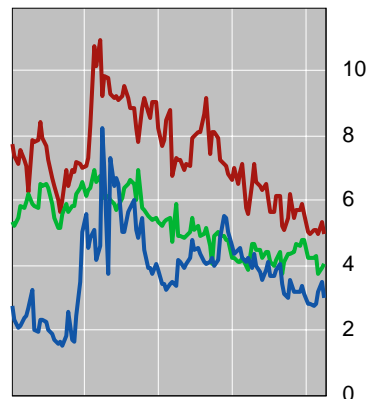
Rendimenti decennali¹



Rendimenti trentennali^{1,2}



Volatilità implicite³



gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04 gen. 05

gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04 gen. 05

gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04 gen. 05

¹ In percentuale. ² Per gli Stati Uniti, rendimenti del titolo con scadenza più lunga. ³ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni call "at-the-money" relative a contratti futures su titoli decennali; medie settimanali.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.2

che il ritmo degli inasprimenti futuri sarebbe stato "misurato". Le volatilità implicite dei futures sui titoli del Tesoro USA si sono approssimate ai minimi di metà anni novanta, mentre i premi al rischio stimati sui rendimenti a breve e a medio termine sono calati marcatamente (grafico 1.2; cfr. anche il riquadro più avanti). I mercati sono stati in effetti scossi, il 4 gennaio, dalla pubblicazione dei verbali della riunione di dicembre del FOMC, mai avvenuta in tempi così ravvicinati. Il fatto che alcuni membri del FOMC avessero rilevato l'eccessiva assunzione di rischio sui mercati e le possibili spinte inflazionistiche, mettendo al tempo stesso in discussione l'esigenza di comunicare il ritmo probabilmente "misurato" dell'inasprimento, ha innescato una breve ondata di vendite sui mercati del reddito fisso. Nondimeno, i successivi commenti di esponenti della Fed, unitamente alla dichiarazione ufficiale – pressoché invariata rispetto alla precedente – rilasciata dal FOMC a conclusione della riunione del 2 febbraio, hanno confermato che la banca centrale USA non intendeva accelerare il ritmo degli aumenti dei tassi ufficiali.

Al di là di tali spiegazioni, vari osservatori hanno asserito che – date le condizioni macroeconomiche e i trascorsi storici – il *livello* dei rendimenti a lunga negli Stati Uniti potrebbe essere eccezionalmente basso (cfr. il riquadro). Tale giudizio è parso avvalorato dal Presidente della Federal Reserve Greenspan, che in occasione dell'audizione davanti al Congresso il 16 febbraio ha accennato al basso livello dei rendimenti a lunga definendolo un "enigma". In quel giorno, i rendimenti hanno guadagnato 6 punti base.

Anche nell'area dell'euro i rendimenti hanno fatto registrare un calo pronunciato nel trimestre in esame: quelli sul Bund decennale hanno perso quasi 40 punti base tra i primi di dicembre e il 10 febbraio, quando hanno toccato il minimo storico del 3,31%. I differenziali tra i rendimenti USA e quelli dell'area dell'euro, che erano aumentati notevolmente nel periodo precedente, sono oscillati entro un intervallo di 60–70 punti base. Sebbene parte della flessione dei rendimenti derivi forse dal peggioramento delle previsioni di

I rendimenti in euro calano ai minimi storici

crescita per l'area dell'euro, i dati macroeconomici per l'Europa sono stati più contrastanti che negativi. In effetti, l'indicatore Ifo sul clima di fiducia delle imprese tedesche ha destato sorprese positive tanto in dicembre quanto in gennaio, a riprova che il settore delle esportazioni era ancora ottimista, malgrado l'apprezzamento dell'euro nel trimestre precedente (grafico 1.3, diagramma di sinistra).

I differenziali di rendimento hanno anche rispecchiato le attese degli operatori, secondo cui la BCE avrebbe lasciato i tassi di interesse invariati sino a fine anno. Benché più di una volta da Francoforte fossero stati espressi timori circa l'eccesso di liquidità e la rapida ascesa dei prezzi immobiliari, i commenti rilasciati da alcuni alti funzionari della Banca centrale europea sull'impatto economico negativo dell'apprezzamento dell'euro indicavano per gli operatori una consapevolezza della fragilità della ripresa economica nell'area dell'euro. Oltre a ciò, in occasione delle riunioni di gennaio i membri del Consiglio direttivo avevano dichiarato di attendersi un ripiegamento dell'inflazione al disotto del 2% sui dodici mesi, in linea con l'obiettivo della BCE.

Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti i cali dei rendimenti sono stati particolarmente pronunciati nei segmenti a più lungo termine. Ad esempio, se i rendimenti swap tra i 10 e i 30 anni erano scesi più o meno in parallelo nella seconda metà dello scorso anno, nel 2005 la flessione nei comparti dell'euro e del dollaro ha interessato soprattutto le scadenze più lunghe (grafico 1.1). I rendimenti sul Bund trentennale hanno raggiunto nuovi minimi storici e quelli sull'ultima emissione corrente del Treasury di pari scadenza si sono approssimati ai minimi di due anni or sono (grafico 1.2, diagramma centrale). Le prospettive di un incremento nell'offerta di titoli a lunghissimo termine, con l'annuncio del governo francese verso fine febbraio di un'emissione obbligazionaria a 50 anni e gli analoghi intendimenti espressi da altri governi europei, non hanno frenato l'entusiasmo degli investitori.

Secondo numerosi operatori il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine sarebbe altresì riconducibile a fattori di natura strutturale. Negli Stati Uniti gli annunci di possibili riforme del sistema pensionistico potrebbero aver contribuito all'ascesa delle quotazioni obbligazionarie a più lunga scadenza. Sembra, in particolare, che le proposte volte a rafforzare gli schemi a prestazione definita attraverso la più accurata valutazione del prezzo di attività e passività e la riduzione al minimo degli sbilanci di fondi abbiano indotto taluni fondi pensione ad acquistare attività a lunga. Nell'area dell'euro i fattori strutturali avrebbero rivestito una rilevanza ancor maggiore: alcuni dei principali indici obbligazionari hanno allungato la duration per motivi tecnici, spingendo gli investitori che li utilizzano come benchmark ad aumentare a loro volta la durata finanziaria dei propri investimenti. Nei Paesi Bassi le riforme pensionistiche hanno accresciuto la domanda di attività a lunga scadenza, e un'impennata dei fondi affluiti intorno a fine anno (per ragioni fiscali) agli assicuratori tedeschi del ramo vita ha riversato sul settore ampie eccedenze da investire in titoli a lungo termine. Se questi "fattori di domanda" di ordine tecnico producono di norma un impatto marginale sui rendimenti in relazione

Forte domanda di obbligazioni a lunghissimo termine ...

... dovuta forse alle riforme dei sistemi pensionistici

Scomposizione dei rendimenti a lungo termine

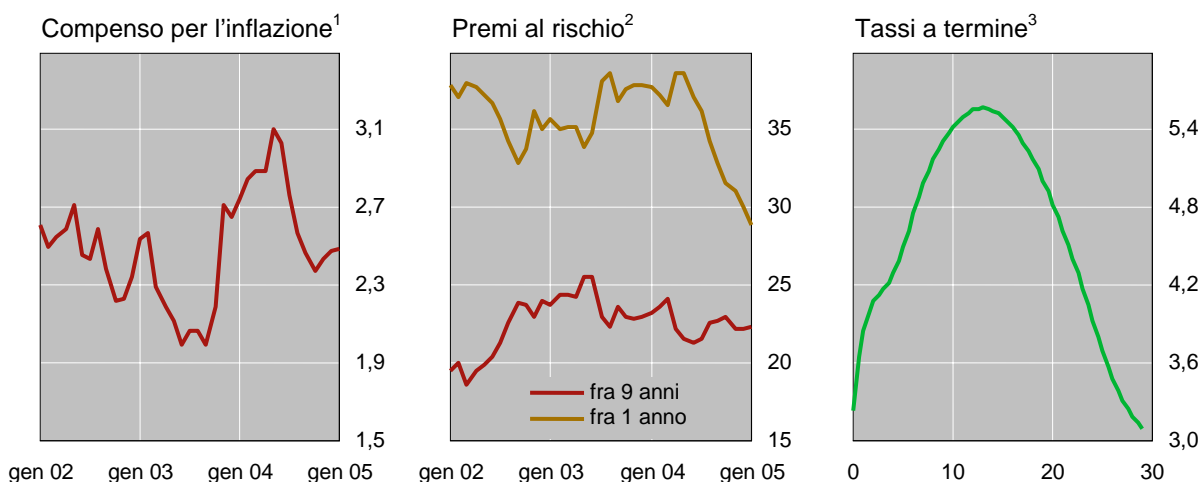
Il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine nei principali mercati, specie negli Stati Uniti, ha sorpreso molti operatori e osservatori di mercato. Dal giugno 2004 l'economia statunitense è costantemente cresciuta, i corsi petroliferi sono saliti bruscamente e la Federal Reserve ha innalzato a più riprese i tassi ufficiali per complessivi 150 punti base, preannunciando ulteriori aumenti a venire. Ciò nonostante, nei primi due mesi del 2005 i rendimenti sul Treasury USA decennale sono rimasti almeno 30 punti base al di sotto del livello in cui si situavano quando la Fed ha avviato la manovra di inasprimento.

Un modo per verificare se l'attuale livello dei rendimenti a lunga sia coerente con le condizioni economiche sottostanti è quello di scomporre i rendimenti nelle loro varie componenti. I tassi di interesse a lungo termine possono essere considerati come una funzione dell'andamento futuro atteso dei tassi a breve e di un premio al rischio variabile nel tempo. Ad esempio, il 25 febbraio il tasso forward a un anno dei Treasuries sull'orizzonte di nove anni si aggirava intorno al 5,3%. Tale percentuale potrebbe corrispondere a un tasso a breve atteso del 5,1% e a un premio al rischio di 20 punti base. I tassi a breve termine attesi sono a loro volta scomponibili in inflazione attesa e tasso di interesse reale, mentre il premio al rischio può oscillare in funzione di variazioni della liquidità, dell'avversione al rischio degli investitori o del grado percepito di rischio di inflazione.

Il calo dei tassi a lungo termine da metà 2004 potrebbe essere dovuto in parte a un calo delle aspettative di inflazione a lungo termine. Il compenso per l'inflazione – implicito nel differenziale tra rendimenti nominali dei Treasuries e rendimenti dei titoli indicizzati all'inflazione – è diminuito per le scadenze lunghe: ad esempio, dal giugno 2004 esso è calato di oltre 50 punti base, scendendo al di sotto del 2,5% per il segmento da cinque a dieci anni (cfr. diagramma di sinistra del grafico). Ciò indica che le aspettative di inflazione a più lungo termine potrebbero aver subito una contrazione, sebbene le oscillazioni del corrispondente compenso possano risentire anche delle variazioni della liquidità del mercato o del premio per il rischio di inflazione. Da metà 2004 gli economisti hanno rivisto leggermente al rialzo le loro previsioni per l'inflazione a lungo termine, che si situano oggi al 2,5%.

Per quanto riguarda il tasso di interesse reale, la teoria economica insegna che esso tende a muovere verso un tasso "naturale", definito in genere come il tasso reale a breve coerente con un'inflazione stabile. Il tasso naturale varia nel tempo a seconda di diversi fattori, tra cui il ritmo di crescita della produttività. Non essendo osservabile direttamente, esso viene di solito stimato da un

Fattori che influenzano i tassi di interesse a termine



¹ Differenziale fra tassi forward a cinque anni nominali e tassi sui titoli indicizzati all'inflazione, su un intervallo quinquennale; i rendimenti nominali sui Treasuries sono ricavati dalle curve dei valori equi di mercato elaborate da Bloomberg; medie mensili. ² Premi al rischio sui tassi forward a un anno; ricavati dal modello affine trifattoriale descritto in Q. Dai e K. Singleton, "Expectations puzzles, time-varying risk premia, and affine models of term structure", *Journal of Financial Economics*, 63, 2002, pagg. 415-441; dati mensili; in punti base. ³ Curva dei tassi forward nominali a un anno il 25 febbraio 2005; derivata dalla curva per i Treasuries a cedola zero elaborata da Lehman Brothers.

Fonti: Bloomberg; Lehman Brothers; elaborazioni BRI.

modello macroeconomico. Negli Stati Uniti il tasso naturale si collocava intorno al 3% a metà 2002, ma potrebbe essere sceso al 2,6% più di recente^①. Nel breve periodo, tuttavia, shock dal lato della domanda o dell'offerta possono spingere il tasso reale al disopra o al disotto del suo tasso naturale.

Oltre alle aspettative di inflazione e al tasso di interesse reale, le curve dei rendimenti a un dato momento incorporano premi al rischio che generano uno scarto tra i tassi forward per le varie scadenze e l'andamento dei tassi a breve atteso dagli operatori. I premi al rischio per i titoli del Tesoro USA nel segmento a breve della curva sarebbero diminuiti negli ultimi anni. Il calo potrebbe rispecchiare la più efficace comunicazione dell'orientamento monetario da parte della Federal Reserve ed è coerente con gli attuali bassi livelli delle volatilità implicite e storiche nei mercati del reddito fisso. Tuttavia, nel segmento a lunga i premi al rischio sembrano essere variati in misura trascurabile: stando alle stime di un modello trifattoriale della curva dei rendimenti, il premio al rischio incorporato nel tasso forward a un anno sull'orizzonte di nove anni continua pertanto ad aggirarsi intorno ai 20 punti base dagli ultimi mesi del 2002 (diagramma centrale).

Considerando congiuntamente queste varie componenti, risulta che il tasso forward a breve "di equilibrio" negli Stati Uniti sull'orizzonte a più lungo termine potrebbe collocarsi in un intervallo intorno al 5,5% circa, una percentuale ottenuta sommando le aspettative di inflazione a lunga (2,5%), il tasso naturale (2,6–3,0%) e il premio al rischio (approssimativamente 20 punti base). In altri termini, salvo variazioni delle singole componenti, i tassi forward a breve per scadenze medio-lunghe dovrebbero stabilizzarsi nel lungo periodo in prossimità del 5,5%. Le stime delle varie componenti dei rendimenti a lungo termine sono molto imprecise, sicché il valore del 5,5% va considerato come il punto centrale di un intervallo potenzialmente ampio.

Nondimeno, i tassi forward a un anno sembrano oggi situarsi nella parte inferiore di tale intervallo per quasi tutte le scadenze (diagramma di destra). Il 25 febbraio essi erano inferiori al 4,5% sull'orizzonte quinquennale e raggiungevano il 5% solo a partire dagli otto anni. Alle scadenze lunghissime, oltre i 15 anni, la curva piegava decisamente verso il basso, scendendo ben al disotto del 5%. Questa dinamica potrebbe riflettere sia la flessione di alcune delle componenti sopra descritte sia squilibri temporanei nell'offerta e nella domanda di obbligazioni pubbliche. Ad esempio, una forte domanda di attività con duration elevata da parte di fondi pensione e compagnie assicurative, unitamente a una contestuale minore offerta, potrebbe tener bassi i rendimenti a lungo termine. È quanto accade da svariati anni sul mercato dei titoli di Stato britannici.

^① Cfr. T. Laubach e J.C. Williams, "Measuring the natural rate of interest", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n. 4, novembre 2003, pagg. 1063–1070, nonché J. Amato, "The role of the natural rate of interest in monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 171, marzo 2005.

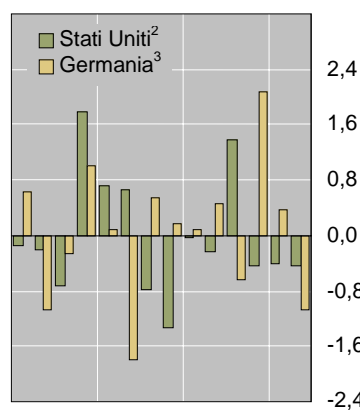
agli sviluppi macroeconomici, all'inizio del 2005 essi sono stati ritenuti assai efficaci nell'esercitare pressioni sul segmento a lunga della curva, specie nell'area dell'euro.

In Giappone i tassi di interesse a lungo termine sono nel complesso aumentati, muovendo così in controtendenza rispetto agli altri importanti mercati. A dire il vero, i rendimenti hanno subito un calo in gennaio al venir meno delle aspettative di un'imminente conclusione sia del contesto deflazionistico sia della politica di allentamento quantitativo della banca centrale. Un evento fondamentale a riguardo è stata la revisione infrannuale, annunciata il 19 gennaio, delle previsioni di inflazione formulate lo scorso autunno a cura del Policy Board, che segnalava un marcato calo delle attese pressioni sui prezzi, di riflesso alle aspettative di una crescita più debole (grafico 1.3, diagramma centrale). A partire da febbraio, peraltro, sulla scia della sorpresa positiva proveniente dai dati sugli ordinativi di macchinari e dei rialzi dei listini azionari, i rendimenti sono tornati a guadagnare terreno, toccando il 14 di quel mese l'1,45%, il livello più elevato dalla fine di novembre.

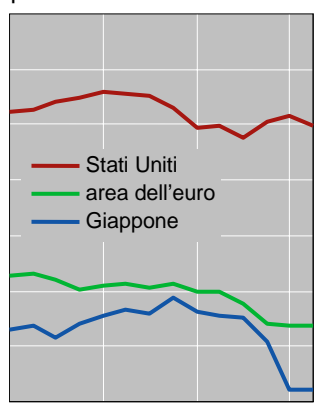
Rialzo dei rendimenti in yen a febbraio

Annunci macroeconomici

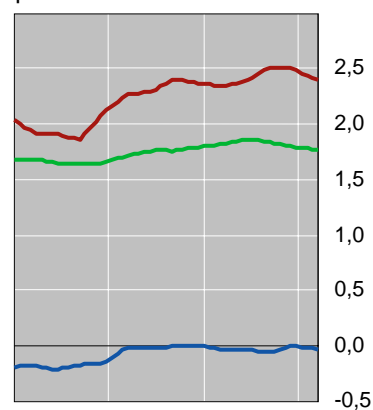
Sorprese contenute negli annunci¹



Previsioni di crescita per il 2005⁴



Previsioni di inflazione per il 2005⁴



gen. 04 mag. 04 set. 04 gen. 05

gen. 04 mag. 04 set. 04 gen. 05

gen. 04 mag. 04 set. 04 gen. 05

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 Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui è stata effettuata la previsione; variazioni percentuali sull'anno precedente.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.3

A fine anno gli spread si approssimano ai minimi storici

Ascesa dei titoli societari e di mercati emergenti ...

Visto il permanere dei rendimenti a lunga su bassi livelli, gli investitori alla ricerca di più alti rendimenti hanno continuato a rivolgersi ai prodotti che offrivano uno spread, fra cui le obbligazioni di mercati emergenti. Tutte le tipologie di debito – privato e pubblico, di qualità bancaria e ad alto rendimento – hanno registrato rialzi nel quarto trimestre 2004 (grafico 1.4). In effetti, a fine dicembre i differenziali erano ovunque prossimi o addirittura inferiori ai loro minimi storici: ad esempio, quelli sui titoli societari in dollari quotati A si situavano a 64 punti base, 16 punti al di sopra del minimo dell'ottobre 1997, mentre gli spread sul debito dei mercati emergenti erano scesi ad appena 335 punti base, un livello assai inferiore alla precedente punta minima.

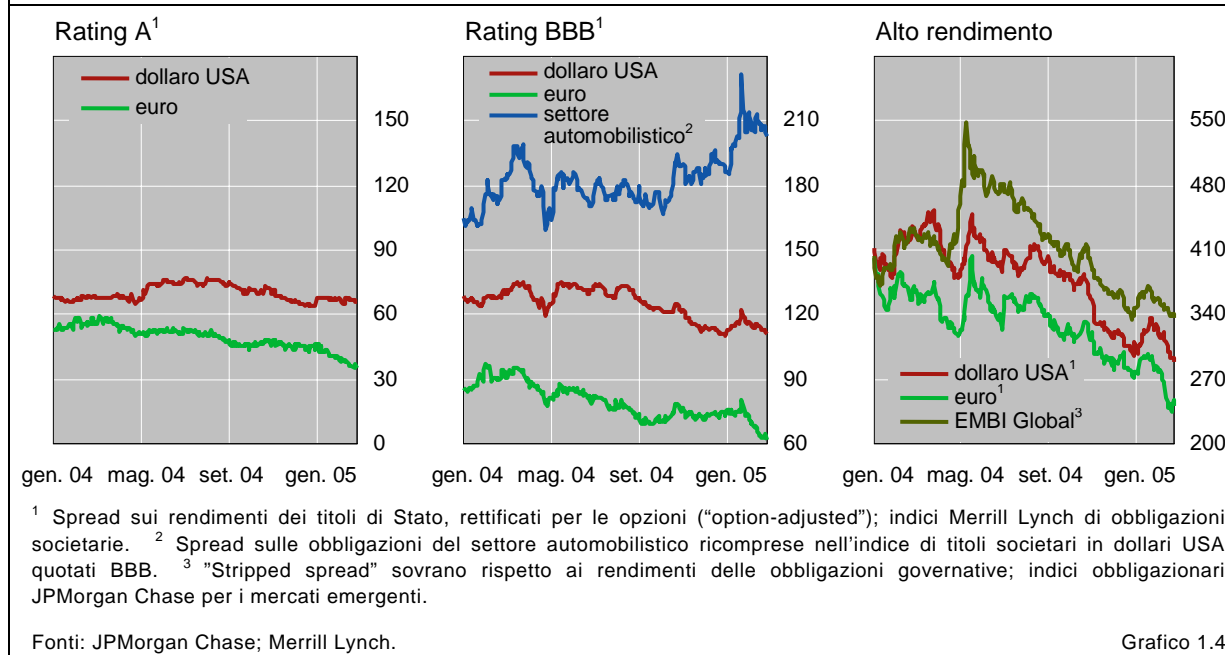
... nonostante le ingenti emissioni

Neppure l'intensa attività di emissione è sembrata frenare l'interesse degli investitori per le obbligazioni societarie e dei mercati emergenti. Nel periodo in esame i collocamenti di titoli privati ad alto rendimento sui mercati USA hanno registrato un balzo (grafico 1.5), così come le sottoscrizioni di prestiti sindacati (cfr. il riquadro "Il rifinanziamento spinge i prestiti consorziali a livelli record" all'interno del capitolo "Il mercato bancario internazionale"). Anche la raccolta dei prenditori emergenti sui mercati internazionali di obbligazioni e prestiti è stata sostenuta nel trimestre, spingendo il totale mutuato da questi emittenti nel 2004 al di sopra del record del 1997 (grafico 1.6).

Le emissioni di "collateralised debt obligation" hanno contribuito a comprimere i differenziali: i gestori di CDO hanno infatti cercato di acquistare titoli ad alto rendimento da stanziare a garanzia di strutture di tipo "funded" o venduto protezione sul mercato dei "credit default swap" per coprire operazioni

Spread creditizi

in punti base



sintetiche. L'emissione di CDO di tipo "funded", solitamente più elevata verso fine anno, è cresciuta dai circa \$25 miliardi in ognuno dei tre trimestri del 2004 a quasi \$50 miliardi nell'ultimo (grafico 1.5). I prestiti a effetto di leva, per finanziare ad esempio operazioni di "leveraged buyout", hanno rappresentato nel periodo sotto rassegna una quota eccezionalmente elevata del collaterale impiegato nelle strutture "funded": il 45%, contro il 30% dei tre trimestri precedenti, stando alle stime di JPMorgan Chase. In linea con i passati profili stagionali, le emissioni di CDO sono rallentate bruscamente con l'inizio del nuovo anno.

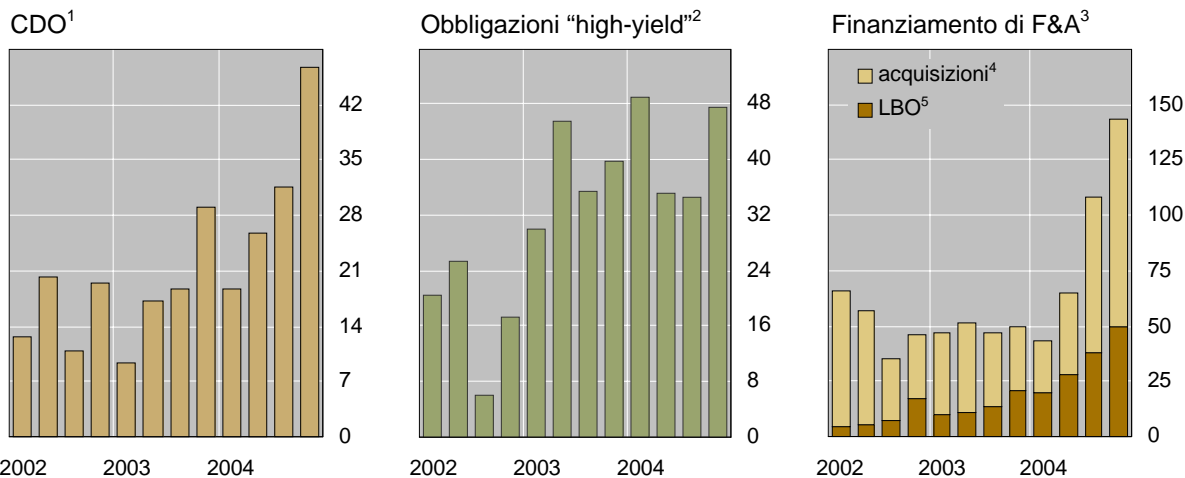
La domanda di CDO è stata a sua volta sostenuta dalla ricerca di rendimento che caratterizza ormai i mercati finanziari dalla fine del 2003. Sebbene tradizionalmente siano le banche commerciali a dominare il comparto dei CDO, gli investitori istituzionali mostrano attualmente maggior dinamismo. JPMorgan Chase stima che quasi il 40% di un recente contratto sintetico sia stato collocato presso gestori professionali di fondi, e solo un terzo presso banche commerciali. I rendimenti relativamente elevati offerti dai CDO costituiscono di certo un fattore chiave alla base del crescente interesse dei gestori di fondi per questo tipo di strumenti: grazie alla loro complessità e illiquidità, i CDO quotati tripla A fruttano in genere almeno 30 punti base più dei titoli societari con rating equiparabile; i "leveraged CDO" – come quelli garantiti da altri CDO o da prestiti a effetto di leva – propongono rendimenti ancora maggiori.

Con l'inizio del 2005 la corsa ai rendimenti ha segnato un temporaneo rallentamento, specie fra gli investitori USA. Mentre gli spread nel comparto di qualità bancaria sono risultati stabili o in ribasso, quelli sulle obbligazioni

Forte domanda di CDO

Offerta di strumenti a più alto rendimento

in miliardi di dollari USA



¹ CDO di tipo "funded" emesse a fini di arbitraggio. ² Emissioni societarie sul mercato interno statunitense. ³ Sottoscrizioni di prestiti consorziali. ⁴ Linee e facilitazioni connesse con operazioni di acquisizione. ⁵ Facilitazioni per "leveraged buyout" e "management buyout".

Fonti: Bloomberg; Dealogic Loanware; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Grafico 1.5

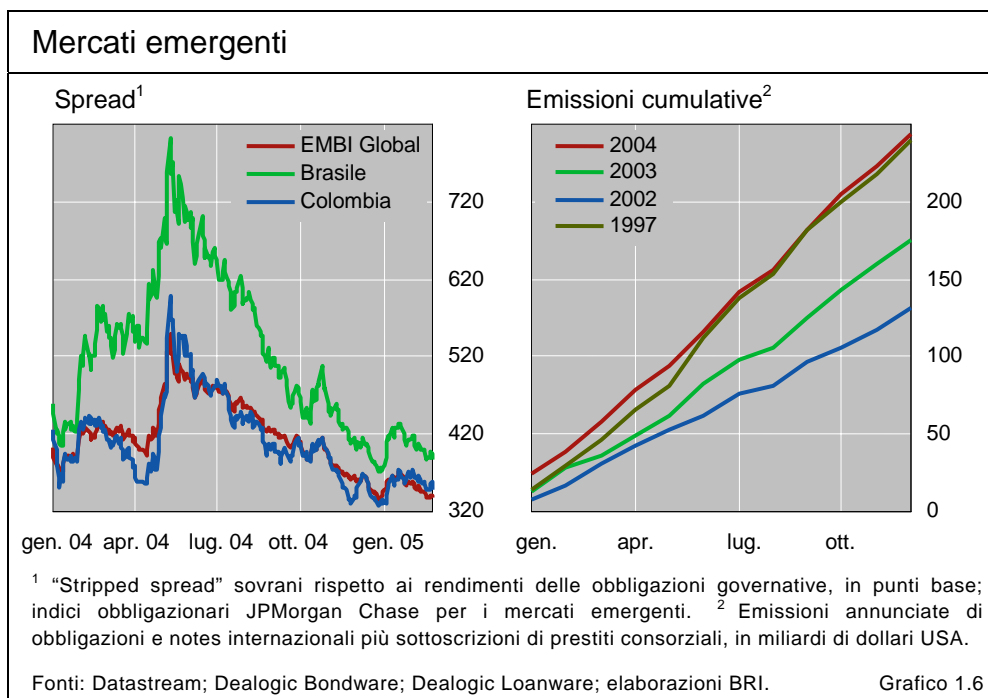
societarie "high-yield" sono aumentati di oltre 30 punti base nella prima quindicina di gennaio, la più ampia oscillazione dal maggio 2004 (grafico 1.4). Durante questo periodo sono parimenti cresciuti i differenziali sui titoli di debito dei mercati emergenti, ma la fase di vendite è stata modesta e di breve durata; gli spread sono rimasti ben al disotto dei valori medi del 2004, e in febbraio sono tornati ad approssimarsi ai livelli di fine anno.

Temporaneo
ampliamento degli
spread agli inizi di
gennaio

L'iniziale ampliamento dei differenziali è stato innescato dalla prospettiva di un inasprimento monetario USA più rapido del previsto, accentuata dalla pubblicazione dei verbali della riunione della Fed il 4 gennaio. Il giorno seguente gli spread sul debito emergente hanno guadagnato 9 punti base, con massicce vendite che hanno interessato principalmente il Brasile e altri paesi sudamericani (grafico 1.6). La reazione dei differenziali sui titoli societari è stata più contenuta, sostanzialmente circoscritta agli emittenti a più basso rating. Questo andamento conferma una tendenza in atto almeno dall'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali nel secondo trimestre 2004. In quel periodo i differenziali sulle obbligazioni dei mercati emergenti erano cresciuti molto più di quelli sui titoli societari ad alto rendimento, di riflesso alle mutate aspettative circa l'orientamento della politica monetaria USA.

Timori su un possi-
bile declassamento
di General Motors

L'aumento dei differenziali sui titoli privati ad alto rendimento è accelerato a metà gennaio, sulla scorta dei timori di un possibile declassamento di General Motors (GM) al disotto dell'"investment grade". Il 19 gennaio GM ha reso nota una deludente previsione sugli utili per il primo trimestre 2005. Molti operatori hanno anticipato un abbassamento del rating di Standard & Poor's e la possibile esclusione dei titoli della società dagli indici obbligazionari di qualità bancaria, che avrebbe costretto gli investitori che adottano questi indici come riferimento a disfarsi delle disponibilità in questione. Di conseguenza,



dopo l'annuncio sugli utili di GM gli spread sulle obbligazioni della società e di altre case automobilistiche hanno segnato un'impennata. La corsa alle vendite si è propagata anche al comparto ad alto rendimento, dove i gestori di fondi hanno ceduto i titoli a più basso rating per focalizzarsi sulle obbligazioni GM. Ad acuire il contagio è stato lo stesso stock di debito della casa automobilistica USA, con obbligazioni per non meno di \$30 miliardi (pari al 3% circa delle consistenze in essere di titoli "high-yield") potenzialmente esposte a un eventuale declassamento.

La corsa alle vendite è stata arrestata dalla modifica tecnica introdotta da Lehman Brothers nella costruzione dei suoi indici obbligazionari¹, in seguito alla quale un declassamento da parte di S&P non avrebbe determinato l'eliminazione del titolo GM dagli indici "investment grade". Nei due giorni successivi alla modifica gli spread sull'alto rendimento sono calati di 9 punti base e hanno continuato a scendere per tutto il mese di febbraio, avendo gli investitori scorto l'esistenza di un maggior margine per l'assunzione di rischi.

Segnali di un punto di svolta superiore nel ciclo del credito

Anche l'eccezionale vigore dei profitti societari ha contribuito al restringimento degli spread nei primi due mesi dell'anno. A differenza del terzo trimestre 2004, quando gli utili delle società dell'indice S&P 500 avevano destato delusione, i dati del quarto trimestre – resi noti nel gennaio e nel febbraio 2005 – hanno oltrepassato le aspettative degli analisti (grafico 1.7). Inoltre, dopo essere

Previsto un rallentamento nella crescita dei profitti

¹ Il 24 gennaio Lehman Brothers ha annunciato che, nel valutare l'opportunità di includere un titolo nei suoi indici del reddito fisso, avrebbe considerato i rating delle tre principali agenzie di valutazione – Fitch, S&P e Moody's – anziché il minore fra quelli di S&P e di Moody's. Il fatto che Fitch e Moody's quotino il titolo GM un grado al di sopra del rating S&P riduce le conseguenze a breve termine di un possibile declassamento da parte di quest'ultima agenzia.

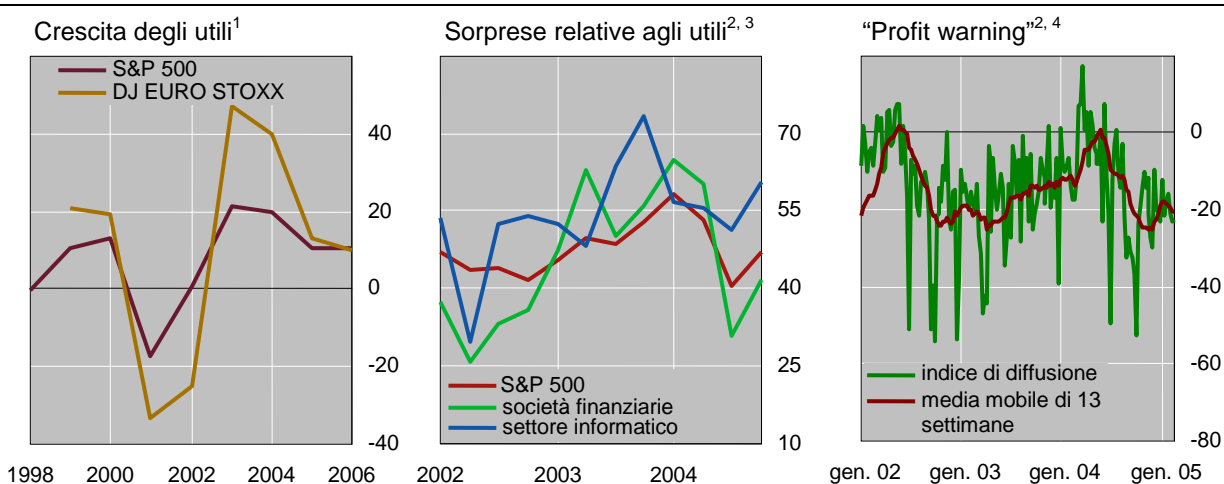
aumentato fra giugno e novembre 2004, in dicembre ha iniziato a calare il numero delle imprese che annunciano correzioni al ribasso delle loro previsioni di profitto, e a crescere quello delle società con revisioni positive. Ciò nonostante, per il 2005 si prevede una flessione della crescita degli utili sia per le società dell'indice S&P 500 (al 10,5%, dal 19,7% del 2004) che per quelle del DJ EURO STOXX (dal 39,7 al 13,4%).

In aumento i riacquisti di azioni proprie e la corresponsione di dividendi

Sullo sfondo di un ristagno dei proventi e di pluriennali tagli ai costi, si direbbe che le imprese siano ora alla ricerca di strategie alternative per preservare la crescita dei profitti, ad esempio aumentando il rapporto di indebitamento. Riacquisti di azioni proprie e pagamento di dividendi sono stati fra i principali motori dell'emissione di titoli societari nel 2004, all'origine secondo Moody's del 17% della raccolta complessiva. Per converso, nel 2003 solo il 5% dei fondi mutuati era stato incanalato verso gli azionisti. Il trimestre sotto rassegna ha visto aumentare anche le operazioni di fusione e acquisizione, molte delle quali finanziate con ricorso al capitale di debito. I prestiti consorziali destinati a finanziare "leveraged buyout" e "management buyout" hanno raggiunto la cifra record di \$49 miliardi nel quarto trimestre 2004, più del doppio del corrispondente periodo dell'anno precedente, mentre i finanziamenti di altri tipi di acquisizioni sono saliti a \$94 miliardi (grafico 1.5).

Queste evidenze stanno a indicare che la qualità creditizia negli Stati Uniti potrebbe aver toccato il punto di svolta. In effetti, dopo due anni di costante miglioramento il rapporto tra avanzamenti e declassamenti di Moody's Investors Service per le imprese USA è sceso da 1,1 a 0,7 tra il terzo e il quarto trimestre 2004. Per il 2005 è previsto un aumento delle insolvenze societarie, anche se marginale e rispetto ai livelli eccezionalmente bassi della fine del 2004. Per contro, in Europa e in Giappone l'affidabilità creditizia denota

Utili societari



¹ Variazione percentuale annua della media ponderata degli utili operativi per azione; per il 2004, stime; per il 2005-06, previsioni. ² Società comprese nell'indice S&P 500. ³ Numero di società con utili trimestrali annunciati superiori alle attese meno numero di società con utili annunciati inferiori alle attese, in percentuale delle società che effettuano annunci sugli utili trimestrali. ⁴ Numero di società che hanno annunciato revisioni positive degli utili prospettici meno numero di società che hanno annunciato revisioni negative, in percentuale delle società che hanno annunciato revisioni positive, neutre o negative.

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

Grafico 1.7

ancora qualche progresso, grazie al consolidamento operativo e di bilancio che molte imprese continuano a perseguire.

Anche nell'area emergente la qualità del credito ha dato segni di miglioramento. Mentre gli alti prezzi delle materie prime hanno favorito taluni prenditori, molti emittenti sovrani e societari hanno compiuto sforzi concertati per ridurre le proprie vulnerabilità al mutare delle condizioni di mercato. Fra tali iniziative figurano un allungamento della scadenza del debito in essere e il ricorso ai mercati obbligazionari in valuta locale, in continua espansione (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). I prenditori emergenti sono stati molto attivi sui mercati internazionali del debito nel 2004, ma la maggior parte dei fondi raccolti è stata impiegata per rimborsare passività in scadenza; le emissioni nette sono rimaste ben al disotto del precedente massimo.

Continua a migliorare la qualità creditizia nei mercati emergenti

Le fusioni imprimono slancio ai mercati azionari

Le prospettive di un aumento degli indici di indebitamento societario hanno contribuito a impartire slancio ai mercati azionari nel nuovo anno. Dopo aver registrato forti guadagni negli ultimi mesi del 2004, le borse mondiali si sono nuovamente mosse al rialzo nel febbraio 2005 sulla scia di una serie di fusioni e acquisizioni (grafico 1.8). Il 15 febbraio l'indice MSCI World ha raggiunto un livello senza precedenti dall'agosto 2001: al 10% messo a segno nel 2004 si è aggiunto un ulteriore 2% nelle prime sei settimane di quest'anno.

I listini azionari toccano i massimi dal 2001 ...

Così come nei mercati del credito, anche in quelli azionari è leggermente aumentata col nuovo anno l'avversione al rischio degli investitori. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito le misure dell'avversione effettiva al rischio desunte dalle opzioni su indici azionari sono salite dopo i cali dell'ultima parte del 2004 (grafico 1.9). Il mutamento di clima potrebbe essere stato determinato dalle prospettive di un inasprimento monetario più rapido del previsto da parte della Fed; l'indice S&P 500 ha perso quasi l'1% il 5 gennaio dopo la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC. È interessante notare come non vi sia stato un analogo aumento dell'avversione effettiva al rischio in Germania, dove si continua a ritenere che la BCE lascerà immutati i tassi ufficiali per gran parte del corrente anno.

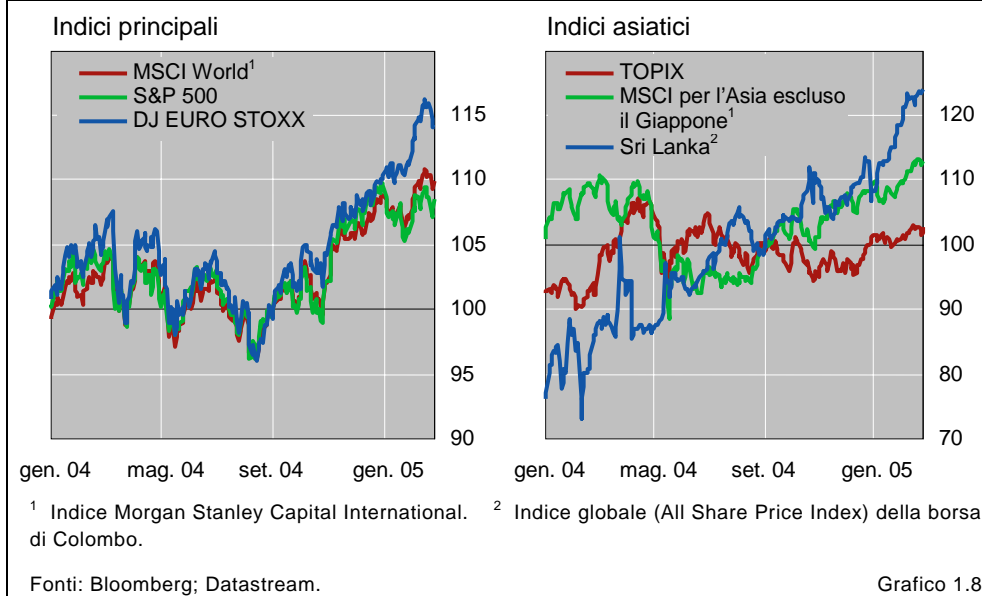
Agli inizi del 2005 una rapida accelerazione dei prezzi petroliferi ha impresso una nuova spinta al ribasso sulle quotazioni azionarie. Le rigide temperature negli Stati Uniti, i timori di disordini connessi con le elezioni politiche in Iraq e le voci di possibili tagli alla produzione da parte dei paesi OPEC hanno insieme contribuito a sospingere il prezzo del Brent, salito del 15% in gennaio. I corsi hanno continuato a crescere in febbraio, e a fine mese il Brent ha sfiorato i \$50 a barile, livello non distante dal massimo toccato nell'ottobre dello scorso anno.

... nonostante i rincari petroliferi

I profitti societari insolitamente elevati sono riusciti a migliorare il clima di fiducia (grafico 1.7). Gli investitori erano stati inizialmente turbati da alcune deludenti segnalazioni reddituali per il quarto trimestre, fra cui quelle del produttore di alluminio Alcoa e della società biotecnologica Genentech, nonché

Corsi azionari

in valuta locale; 1° settembre 2004 = 100



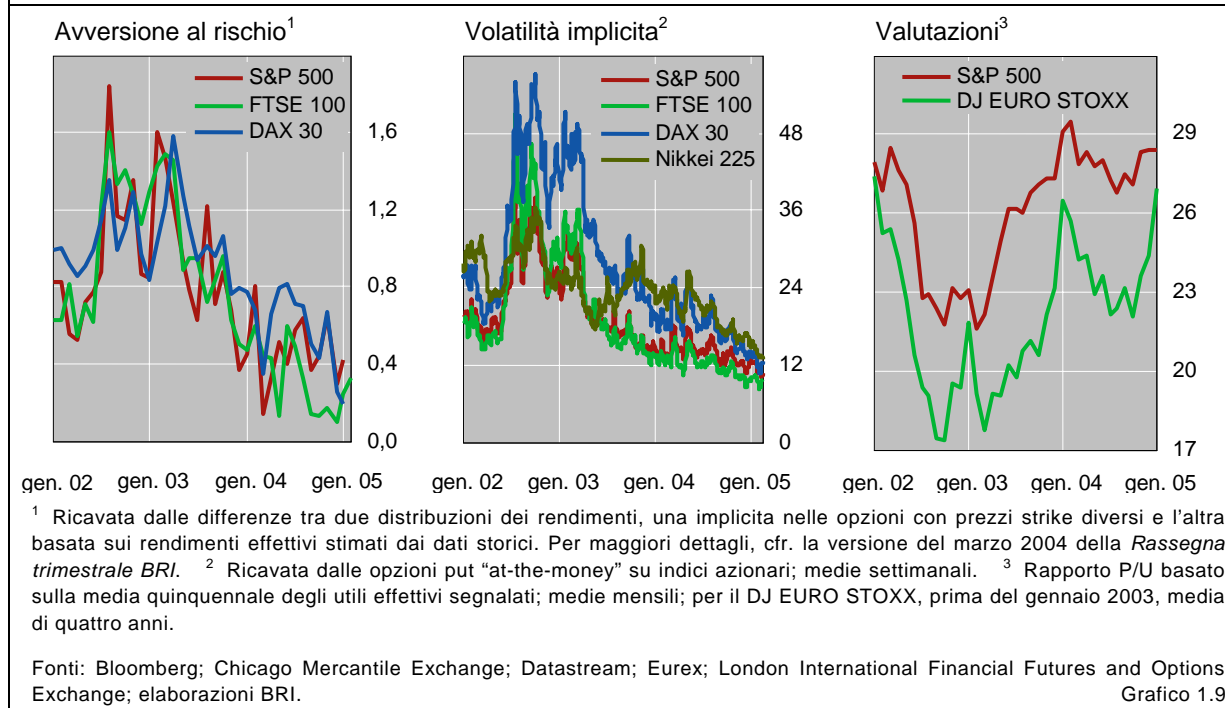
dai “profit warning” di Advanced Micro Devices e STMicroelectronics, operanti entrambi nella produzione di microcircuiti. Ad attenuare le perplessità degli investitori sono intervenuti in seguito i risultati migliori del previsto segnalati da Intel, Samsung Electronics, IBM, Nokia e altre primarie società.

Verso fine gennaio gli annunci di una serie di fusioni per svariati miliardi di dollari hanno favorito un ulteriore miglioramento del clima di fiducia sui mercati azionari. L'operazione più ingente è stata l'acquisizione di Gillette da parte di Procter & Gamble per \$55 miliardi, finanziata mediante uno scambio di titoli azionari ma accompagnata da un riacquisto di azioni proprie pari a quasi la metà del prezzo dell'operazione. Fra le altre importanti transazioni figurano l'incorporazione di Travelers Life & Annuity da parte di MetLife, per quasi \$12 miliardi in contanti e azioni, e quella di “Ma Bell” AT&T da parte di SBC Communications, una delle sue “baby Bell”, per \$15 miliardi in azioni. L'avversione al rischio è diminuita ulteriormente dopo la pubblicazione, il 4 febbraio, del rapporto sull'occupazione USA, che ha dissipato i timori di una possibile accelerazione negli aumenti dei tassi ufficiali da parte della Fed.

Nonostante gli andamenti alterni sopra descritti, nei primi mesi del 2005 le volatilità storiche e implicite sui mercati azionari sono scese ai minimi dell'ultimo decennio circa (grafico 1.9). A quanto pare, gli investitori sono stati insolitamente fiduciosi riguardo alle valutazioni azionarie. A metà febbraio il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 basato sugli utili prospettici risultava in linea con la media storica di 17 registrata nel periodo 1961–95. Tuttavia, se calcolato in base ai profitti medi rilevati nell'ultimo quinquennio (visto l'eccessivo ottimismo che ha spesso caratterizzato in passato gli utili prospettici), tale rapporto si collocava al livello di 29, ben al disopra della sua media storica. Altrettanto elevato risultava il rapporto prezzo/utigli per il DJ EURO STOXX.

Forte ripresa delle operazioni di F&A

Avversione al rischio, volatilità e valutazioni



In Giappone le aspettative circa il vigore della ripresa si sono di fatto rivelate oltremodo ottimistiche. Contrariamente ad altri importanti mercati, in ascesa durante il quarto trimestre, la piazza di Tokyo ha sofferto, risentendo delle deludenti segnalazioni sull'andamento dell'economia interna. Il 9 dicembre, ad esempio, il TOPIX ha perso l'1% dopo la diffusione di un rapporto sugli ordinativi di macchinari di molto inferiore alle attese. I segnali di una sostenuta domanda estera hanno sospinto le quotazioni nipponiche verso la fine del 2004 e nuovamente nel febbraio successivo. Tuttavia, malgrado la serie di indicatori positivi su produzione industriale, vendite al dettaglio e nuovi alloggi a fine febbraio, i listini azionari giapponesi sono rimasti al disotto del picco dell'aprile 2004.

A differenza del Giappone, per altri mercati asiatici l'inizio del 2005 ha coinciso con un periodo di rialzi. I prezzi di azioni e obbligazioni asiatiche non hanno risentito del maremoto abbattutosi il 26 dicembre sui paesi affacciati sull'Oceano Indiano: se le conseguenze dello tsunami sono state devastanti sul piano umano, con oltre 250 000 vittime, il suo impatto sui mercati finanziari è stato relativamente modesto. Uno dei paesi più colpiti dal cataclisma è stato lo Sri Lanka: oltre alle pesanti perdite in termini di vite umane, sono stati gravemente danneggiati i settori della pesca e del turismo. Eppure, dopo un iniziale calo del 4%, la borsa di Colombo ha registrato un rapido recupero, favorito in parte dai numerosi aiuti pervenuti a sostegno delle iniziative di ricostruzione: a fine febbraio le quotazioni superavano di quasi il 10% i livelli antecedenti l'alluvione, e la rupia aveva guadagnato il 5% sul dollaro USA (grafico 1.8).

I mercati asiatici non risentono dello tsunami