

## VI. I mercati finanziari

### Aspetti salienti

Nel 2003 sui mercati finanziari globali si è potuta osservare una rinnovata propensione al rischio degli investitori. Nel comparto azionario questa tendenza ha innescato forti rialzi prima ancora che cominciassero a circolare notizie favorevoli sugli utili societari e sull'andamento dell'economia mondiale. Nei mercati delle obbligazioni sia pubbliche che private la continua ricerca di rendimenti maggiori di quelli straordinariamente bassi offerti dai più sicuri titoli governativi ha determinato un calo degli spread creditizi su livelli prossimi ai minimi storici. Se il miglioramento delle grandezze economiche fondamentali spiega in parte l'aumento dei prezzi delle attività, verso la fine del periodo le valutazioni di mercato sono state sostenute anche da premi al rischio relativamente esigui. Gli investitori sono sembrati minimizzare sempre più la possibilità di eventi avversi.

Durante buona parte del periodo sotto rassegna è stato difficile per gli investitori obbligazionari mantenere opinioni stabili circa le implicazioni del quadro macroeconomico per la politica monetaria. Questa incertezza ha avuto un forte impatto sui rendimenti a lungo termine, che di norma rappresentano gli indicatori prospettici più affidabili dell'evoluzione complessiva dell'economia. Essi hanno fluttuato vistosamente in diverse occasioni, rispecchiando mutamenti nelle aspettative piuttosto che aggiustamenti dei premi a termine richiesti dagli investitori. Le oscillazioni sono state particolarmente pronunciate negli Stati Uniti e in Giappone, e più contenute nell'area dell'euro.

Nei mercati azionari e creditizi per gran parte del 2003 gli investitori sono rimasti impassibili di fronte ai cambiamenti nelle attese circa l'indirizzo monetario. Nei primi mesi di quest'anno, tuttavia, la percezione di una svolta nella politica della Federal Reserve sembra aver influito notevolmente sulla propensione al rischio. In aprile e maggio dati sorprendentemente positivi sul mercato del lavoro USA e una modifica nel linguaggio utilizzato dalla banca centrale statunitense con riferimento al suo indirizzo accomodante hanno fatto apparire più imminente un innalzamento dei tassi ufficiali. In questa occasione, il conseguente balzo dei rendimenti sui titoli governativi ha provocato flessioni nelle borse e nei mercati emergenti, evidenziando la fragilità delle valutazioni correnti di fronte a un calo nella propensione al rischio.

### Curve dei rendimenti e politica monetaria

Per gran parte del 2003 e agli inizi del 2004 i mercati dei titoli governativi hanno seguito un andamento indipendente da quello di altri mercati finanziari.

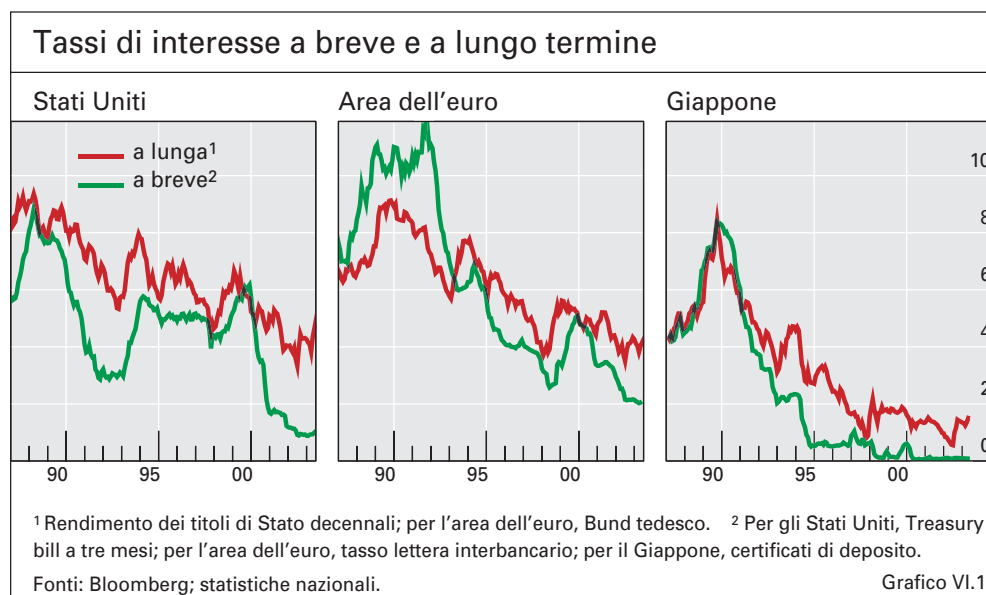
Le curve dei rendimenti inviano segnali contrastanti sulle prospettive economiche

Mentre gli investitori dei mercati azionari e creditizi hanno ravvisato nelle prospettive macroeconomiche ragioni di ottimismo, le oscillazioni della curva dei rendimenti non hanno confortato tale valutazione con altrettanta costanza. Nella prima parte del periodo gli operatori sono sembrati sovrastimare i timori di deflazione della Federal Reserve e la sua volontà di ricorrere a strumenti non convenzionali. La brusca ondata di vendite su scala mondiale nel corso dell'estate pare principalmente riconducibile a una decisa correzione di tali aspettative, più che a un repentino miglioramento del quadro prospettico in sé. Fattori tecnici correlati alla copertura di titoli assistiti da ipoteca e ad altre tecniche quantitative di gestione del rischio hanno amplificato la volatilità. Al volgere dell'anno i rendimenti si sono indeboliti nonostante una revisione al rialzo delle previsioni di crescita, in quanto l'andamento incerto della creazione di nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti è stato determinante per la formazione delle aspettative sui tassi ufficiali. I rendimenti sono poi nettamente saliti in aprile e maggio, quando l'improvviso vigore del mercato del lavoro statunitense e i segnali provenienti dalla Federal Reserve hanno indotto gli operatori ad attendersi un aumento dei tassi ufficiali USA molto prima del previsto.

#### Curve dei rendimenti e aspettative

Tassi a più lungo termine insolitamente volatili ...

Le curve dei rendimenti nell'area dell'euro, in Giappone e negli Stati Uniti sono state contraddistinte da bassi tassi di interesse, da ripide inclinazioni tra le scadenze a breve e a lunga, nonché da un'alta volatilità dei tassi a più lungo termine (grafico VI.1). Il basso livello complessivo delle curve è ampiamente riconducibile alla pressione dei tassi ufficiali sul segmento a breve e alle attese di una loro permanenza su valori piuttosto contenuti per qualche tempo. Analogamente, le forti inclinazioni positive hanno rispecchiato il fatto che, considerato il basso livello corrente dei tassi, il ritorno a una situazione di normalità avrebbe reso necessari significativi rialzi. La caratteristica di maggior spicco delle curve è stata la volatilità dei rendimenti a più lungo termine, data



la relativa stabilità dei tassi ufficiali, specie dopo gli ultimi tagli effettuati nel giugno 2003 dalla BCE e dalla Fed (Capitolo II). La straordinaria esiguità dei tassi ufficiali è sembrata suscitare un'inconsueta incertezza riguardo alle connesse ricadute economiche e, quindi, all'evoluzione futura dei tassi di interesse.

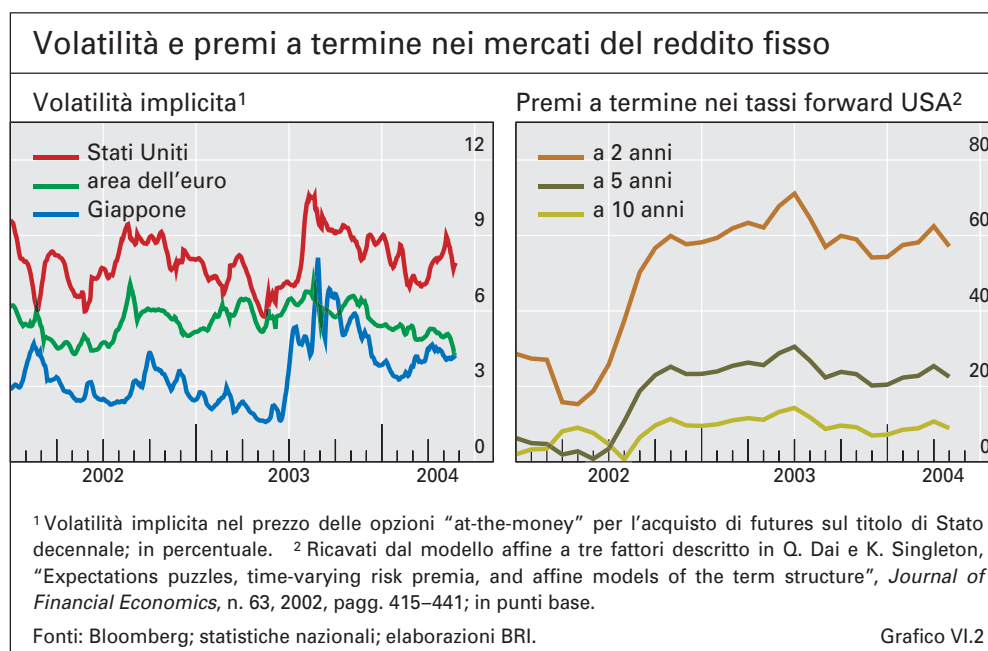
Nei mercati dove la banca centrale controlla il tasso di interesse a breve termine i rendimenti governativi intorno alle scadenze intermedie sono in genere influenzati soprattutto dalle opinioni degli operatori sul corso della politica monetaria. Tali opinioni si formano attraverso la valutazione delle condizioni macroeconomiche sottostanti e della possibile reazione delle autorità monetarie, e generano a loro volta aspettative sull'evoluzione dei tassi di interesse a breve e i premi a termine associati con l'incertezza insita in tali aspettative. Qualunque curva dei rendimenti implica curve a termine che tracciano l'evoluzione nozionale nel tempo dei tassi a breve, e i premi a termine marcano il divario tra questa traiettoria e quella effettiva dei tassi a breve attesa dagli operatori.

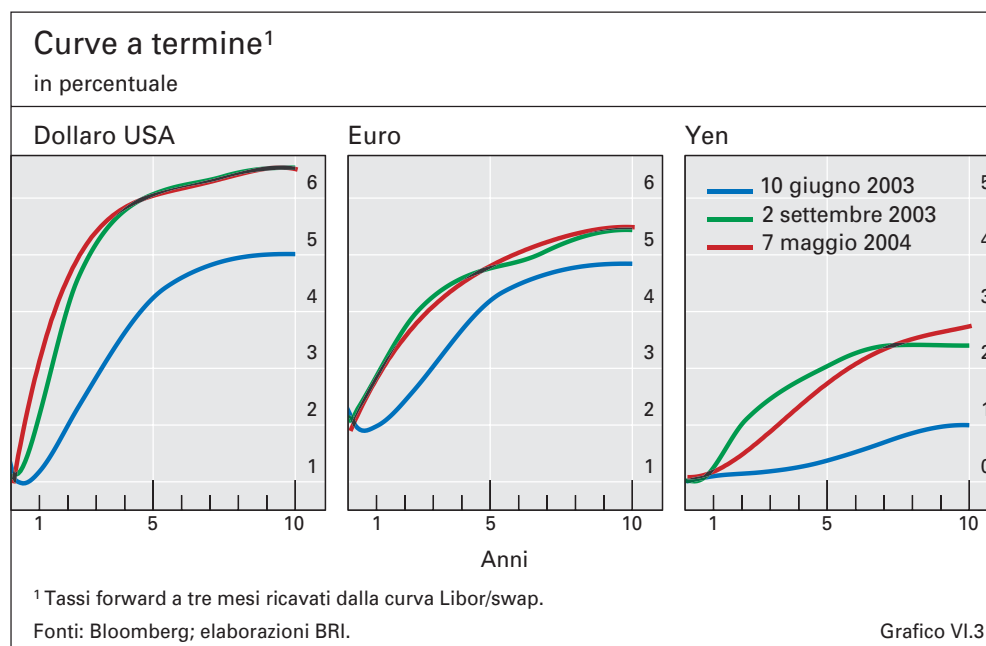
Nel periodo in esame i premi a termine USA sono stati elevati rispetto agli ultimi anni, anche se tendenzialmente stabili (grafico VI.2). Secondo quanto stimato da un modello affine a tre fattori della curva dei rendimenti, tali premi hanno toccato il massimo in prossimità della scadenza a due anni. Ciò indica che i rischi principali agli occhi degli operatori di mercato erano collegati non soltanto all'evoluzione dei tassi ufficiali nei mesi successivi, ma anche a quella su un orizzonte almeno biennale. Il premio a termine stimato per il tasso forward a due anni è rimasto stabile intorno ai 60 punti base, circa il triplo della media nel periodo 1988–2002.

... anche se i premi a termine sono rimasti stabili

Nonostante la stabilità dei premi stimati, nel periodo sotto rassegna le curve a termine hanno subito notevoli spostamenti. Le oscillazioni sono state più pronunciate nel caso di Stati Uniti e Giappone; la curva dell'area dell'euro

Le oscillazioni dei rendimenti rispecchiano i mutamenti nelle aspettative





ha in genere seguito quella statunitense, ancorché in maniera più contenuta (grafico VI.3). Questi movimenti, e l'associata volatilità, sembrano ampiamente attribuibili a variazioni dei tassi futuri attesi. Ai primi di giugno 2003, quando era massimo il livellamento delle curve, il tasso forward USA a tre mesi si aggirava intorno al 2% sull'orizzonte biennale. Depurando questo dato dalla stima del premio a termine si ottiene l'indicazione di un aumento atteso dei tassi ufficiali oltre i due anni pari a meno di 25 punti base. A fine maggio 2004 il tasso a termine sui due anni era salito a circa il 4,6%, con una previsione di aumento di oltre 250 punti. Per quanto concerne l'orizzonte decennale, i movimenti dei tassi USA segnalavano una significativa erraticità delle opinioni degli operatori in merito al tasso obiettivo di inflazione della Federal Reserve. Analogamente, il netto incremento dei tassi a termine giapponesi sembrava indicare un maggiore ottimismo circa la futura uscita dalla deflazione.

#### *Ondata di vendite nell'estate 2003*

Un evento  
mondiale ...

Nel corso dell'estate 2003 sui mercati obbligazionari mondiali si è verificata un'ondata di vendite tra le più pronunciate della storia recente. I rendimenti sui titoli del Tesoro USA decennali sono balzati dal minimo del 3,1% di metà giugno a oltre il 4,4% di fine luglio. Il movimento, il più brusco avvenuto in un così breve lasso di tempo dal 1994, ha interessato quasi contemporaneamente tutti i più importanti mercati; nello stesso periodo, il rendimento decennale dell'obbligazione governativa giapponese è cresciuto di 50 punti base, superando lo 0,9%, e quello sul Bund tedesco di 70 punti base, al 4,2%. Anche i tassi swap sono saliti in misura significativa nelle maggiori economie, toccando un massimo agli inizi di settembre (grafico VI.3). Con tassi del mercato monetario ancorati a bassi livelli nelle tre principali economie, l'inclinazione delle curve dei rendimenti si è accentuata drasticamente.

... acuito  
dalla gestione  
del rischio ...

A guidare l'ondata di vendite nelle prime settimane sembra essere stato il mercato giapponese. La fredda accoglienza riservata all'asta di titoli di Stato

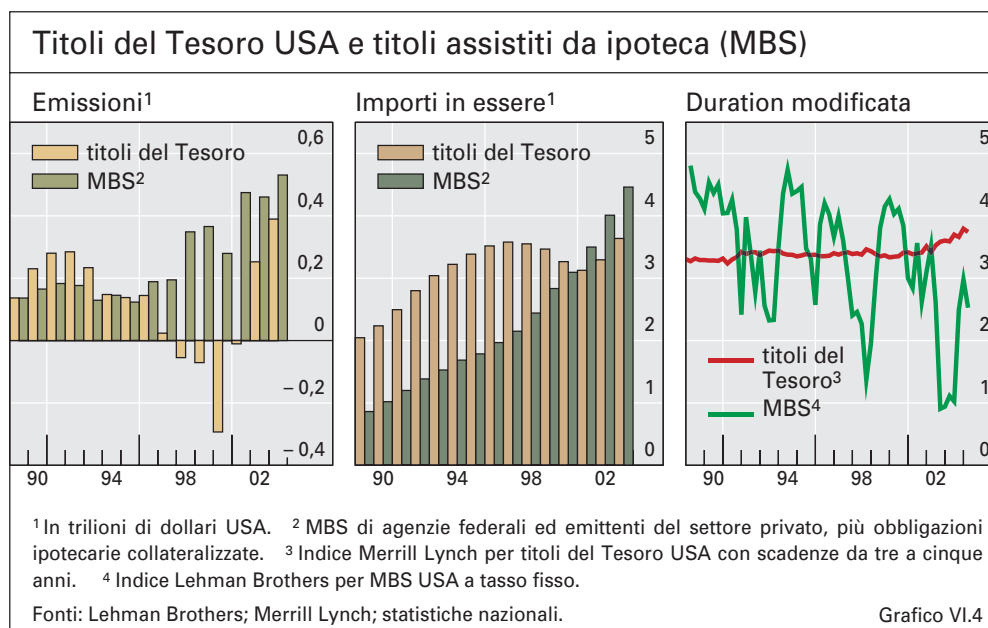
di metà giugno avrebbe indotto le banche nipponiche a realizzare le plusvalenze e gli hedge fund a vendere. Ne è scaturito un aumento della volatilità (grafico VI.2), che ha spinto gli investitori interni che tendono a ricorrere meccanicamente a tecniche quantitative di gestione del rischio, quali i modelli di "value-at-risk", ad adoperarsi attivamente per ridurre le esposizioni al rischio di tasso. Questa liquidazione di posizioni ha ulteriormente accentuato le dinamiche dei prezzi sui mercati dei titoli di Stato e degli swap in yen.

Gli annunci sulla politica monetaria USA sono stati il principale fattore che ha contribuito alla prosecuzione e al vigore dell'ondata di vendite estiva. Tanto la decisione della Federal Reserve a fine giugno di tagliare il tasso obiettivo meno del previsto, quanto l'audizione al Congresso resa dal suo Chairman a metà luglio sono state seguite da eccezionali incrementi dei tassi a lunga. Questi avvenimenti hanno modificato le aspettative secondo cui la banca centrale statunitense sarebbe ricorsa a strumenti non convenzionali per premunirsi contro il rischio di deflazione. In particolare, è stata considerata meno probabile la possibilità che la Federal Reserve acquistasse obbligazioni del Tesoro per tenere bassi i tassi a lungo termine; proprio la percezione di una siffatta eventualità aveva impresso slancio al mercato dei Treasuries dopo la riunione della banca centrale in maggio.

La copertura di titoli assistiti da garanzia ipotecaria ("mortgage-backed securities" – MBS) ha amplificato l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. A causa dell'opzione di rimborso anticipato incorporata negli MBS, i movimenti dei tassi di interesse determinano oscillazioni della durata finanziaria di questi titoli molto più ampie che non per la maggior parte degli altri strumenti a reddito fisso. In effetti, le misure della durata media finanziaria dell'indice MBS sono aumentate drasticamente durante l'estate del 2003, come era già accaduto nel 1994 e nel 1999 (grafico VI.4). Per coprire i rischi collegati ai portafogli di MBS, gli investitori sono stati perciò costretti a vendere altri strumenti con tasso a lungo termine, o ad assumere posizioni

... e provocato dal mutare delle aspettative

La copertura di MBS amplifica l'ondata di vendite



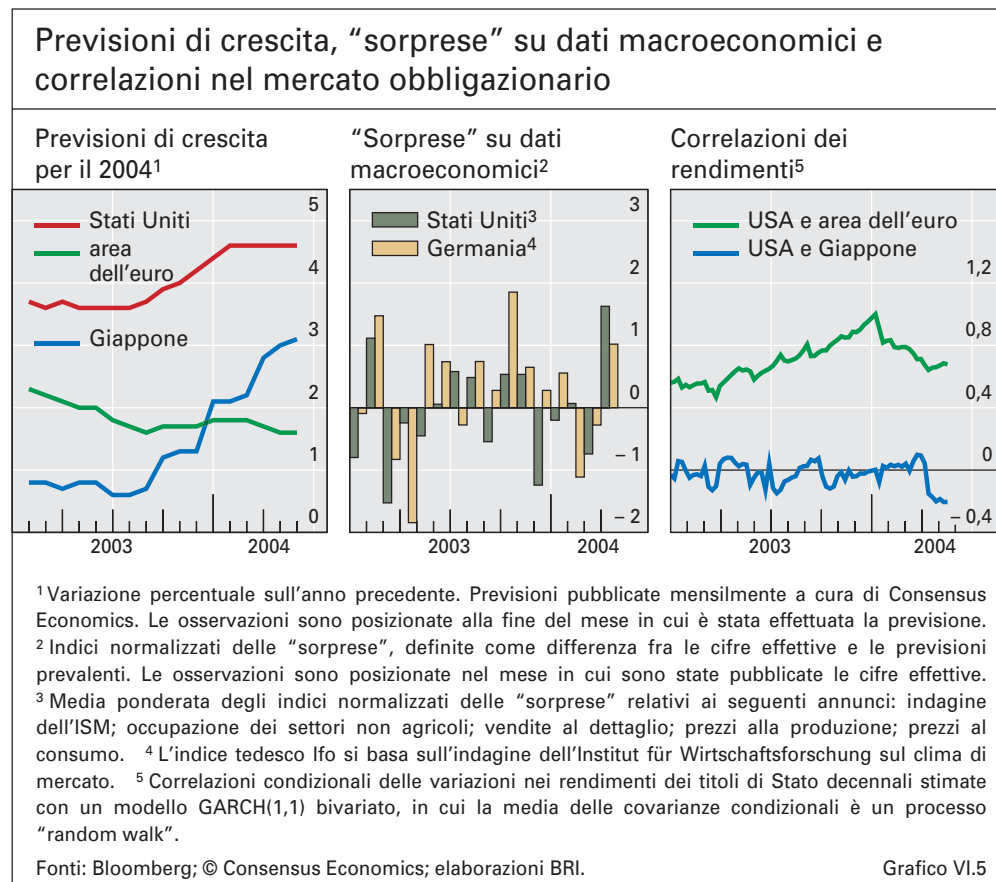
corte con pari scadenza, esercitando un'ulteriore pressione al rialzo sui tassi di mercato.

L'attività di copertura sembra avere avuto sui rendimenti del mercato a pronti un impatto più ampio e profondo che in episodi precedenti. Una ragione di ciò va ricercata nella notevole crescita, in termini sia relativi sia assoluti, del comparto statunitense degli MBS. Dal 1995 esso è raddoppiato per dimensioni, divenendo il più grande mercato del reddito fisso al mondo: a fine dicembre 2003 le consistenze in essere di MBS ammontavano a non meno di \$4,5 trilioni, contro i \$3,6 trilioni dello stock di titoli del Tesoro USA (grafico VI.4).

### Mutevoli correlazioni tra i mercati obbligazionari

Per gran parte del periodo tra l'ottobre 2003 e il marzo 2004 i rendimenti delle tre aree economiche principali si sono tutti stabilizzati su livelli leggermente inferiori. La divergenza tra area dell'euro e Stati Uniti in termini di crescita prospettica e dinamica delle "sorprese" negli indicatori economici non ha impedito ai rendimenti a lungo termine delle due aree di procedere in sintonia per gran parte del periodo. Le correlazioni tra le variazioni dei rendimenti sono cresciute a livelli eccezionalmente alti fino alla primavera 2004 (grafico VI.5). Per contro, benché le tendenze generali dei rendimenti sui titoli del governo giapponese abbiano ricalcato quelle dei mercati USA, le correlazioni dei movimenti giornalieri e settimanali tra rendimenti nipponici e rendimenti europei o statunitensi si sono sempre mantenute piuttosto basse.

I rendimenti di Stati Uniti e area dell'euro si muovono in sintonia nel 2003 ...



Le cessioni del secondo trimestre 2004 si sono accompagnate a un visibile allontanamento tra i mercati obbligazionari statunitensi e quelli dell'area dell'euro. In questa occasione l'aumento dei rendimenti non è stato provocato dal mutare delle aspettative riguardo all'uso di strumenti non convenzionali da parte della Federal Reserve, bensì dai positivi dati macroeconomici che hanno anticipato le attese di una stretta monetaria. I rendimenti USA sono aumentati nettamente, mentre quelli dell'area dell'euro in misura solo modesta, in quello che sembra esser stato un tardivo riconoscimento – da parte degli operatori – del fatto che la crescita in Europa procedeva a rilento rispetto agli Stati Uniti.

... ma si discostano in occasione dell'ondata di vendite nel 2004

#### *Accumulo di riserve ufficiali*

Secondo numerosi operatori, gli sforzi dei governi asiatici per contrastare l'aprezzamento delle loro valute rispetto al dollaro avrebbero esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli pubblici statunitensi durante questo periodo. È viceversa certo che l'accumulo di riserve da parte delle banche centrali asiatiche è accelerato nella seconda metà del 2003, proseguendo nel primo trimestre di quest'anno (Capitolo V). Poiché le riserve asiatiche sono rappresentate in ampia misura da attività in dollari USA, si è comunemente concluso che gli acquisti delle banche centrali asiatiche hanno costituito un nuovo e importante fattore dal lato della domanda di titoli del Tesoro statunitensi.

Non è tuttavia agevole comprovare l'entità dell'effetto diretto sui prezzi di questa nuova fonte di domanda. Una regressione semplice delle variazioni settimanali dei rendimenti dei titoli pubblici USA sulle variazioni settimanali delle riserve ufficiali detenute in custodia presso la Federal Reserve Bank of New York rivela una relazione statisticamente significativa solo per periodi limitati nei dodici mesi fino al primo trimestre 2004, nonostante il continuo accumulo di riserve da parte delle banche centrali asiatiche. Anche i risultati di test più precisi mirati a determinare gli effetti di annuncio prodotti sui rendimenti dalle notizie relative agli acquisti asiatici non sono univoci. L'annuncio settimanale del giovedì sulle disponibilità in custodia non sembra aver influito sui redditi dei titoli del Tesoro.

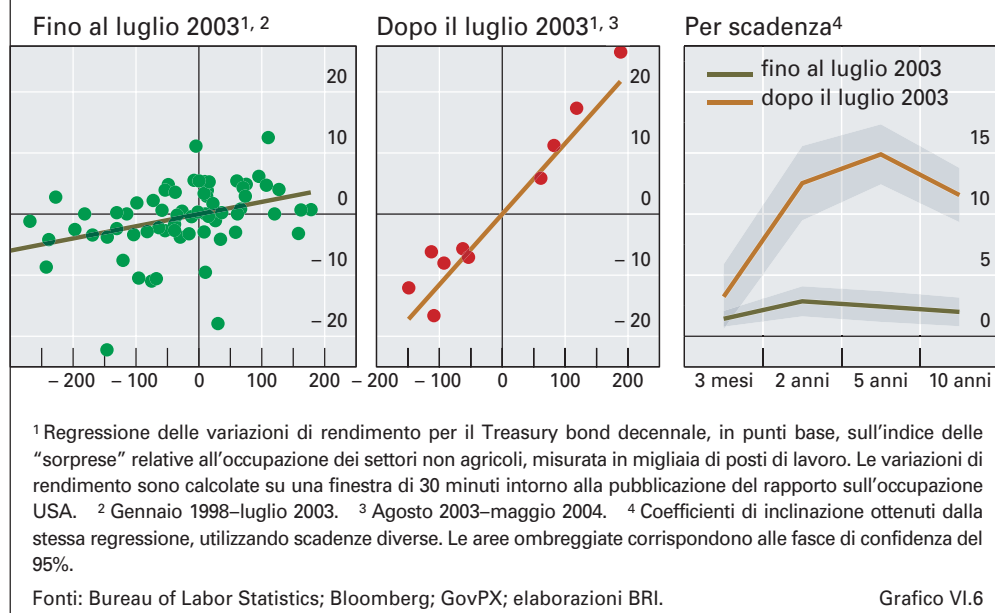
Impatto incerto dell'accumulo di riserve in Asia sui rendimenti

#### *Occupazione dei settori non agricoli e rendimenti obbligazionari USA*

Il sorprendente ristagno del mercato del lavoro statunitense è stato il principale fattore alla base dei modesti livelli dei tassi di interesse nei primi mesi del 2004. In questo periodo l'attenzione degli operatori è sembrata fissarsi sulla mancata creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti in una fase di ripresa economica altrimenti sostenuta. Si è diffusa la sensazione che la Federal Reserve non avrebbe aumentato i tassi fino a quando il recupero non si fosse esteso al mercato del lavoro. Nei primi tre mesi di quest'anno ogni rapporto che indicava una crescita dell'occupazione nei settori non agricoli inferiore alle previsioni ha provocato un netto calo dei rendimenti pubblici. In aprile, viceversa, l'annuncio a sorpresa di un aumento insolitamente forte (oltre 300 000 nuovi impieghi) ha immediatamente innalzato il rendimento decennale USA di oltre 20 punti base, e un altro dato positivo in maggio ha sospinto i rendimenti al disopra dei massimi del 2003.

La Fed è parsa focalizzare l'attenzione sul mercato del lavoro ...

## Impatto sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA delle "sorprese" relative all'occupazione nei settori non agricoli



... e i mercati obbligazionari hanno reagito agli annunci mensili sull'occupazione

Sebbene i rendimenti dei titoli del Tesoro USA abbiano sempre reagito ai rapporti mensili sull'occupazione più che a ogni altro annuncio periodico sull'economia statunitense, tale reattività sembra essere ancora aumentata dopo il rialzo dei rendimenti obbligazionari nell'estate scorsa. Tra il gennaio 1998 e il luglio 2003 una comunicazione inattesa di 100 000 nuovi posti di lavoro produceva un effetto medio di annuncio di 2 punti base sul rendimento a cinque anni. Da allora, tuttavia, l'impatto di siffatte "sorprese" è salito a un livello medio di 12 punti base (grafico VI.6).

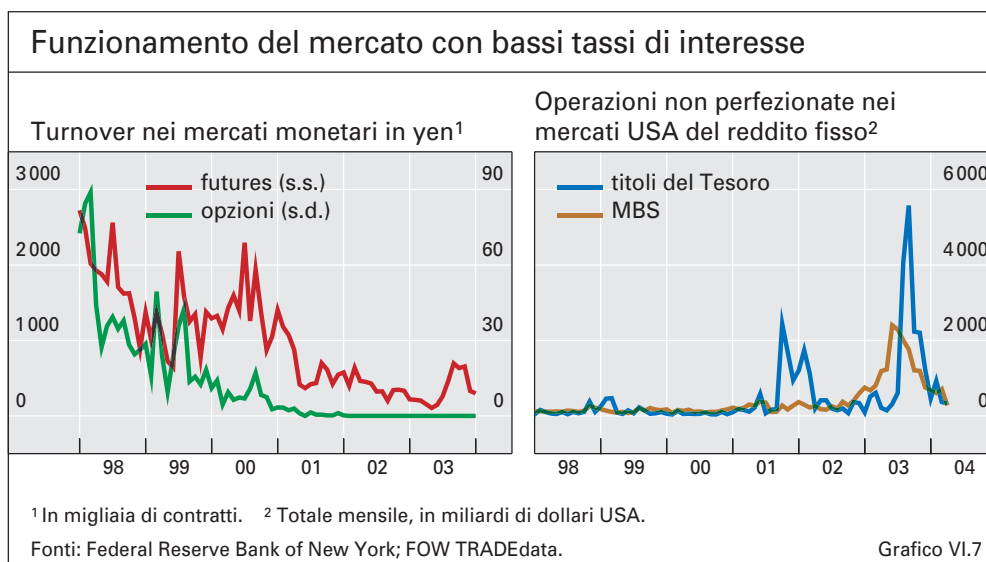
Un'ulteriore anomalia del periodo recente è che gli annunci a sorpresa sull'occupazione USA hanno avuto l'impatto maggiore sui titoli pubblici quinquennali anziché su quelli biennali come accadeva in passato. Una possibile spiegazione è che le oscillazioni dei tassi indotte da tali annunci potrebbero aver intensificato l'attività di copertura degli MBS, che prevede solitamente l'impiego di obbligazioni (e swap) con durata finanziaria più lunga. Un'altra possibilità, suffragata da alcune evidenze empiriche, è che la ripida inclinazione della curva dei rendimenti durante il periodo abbia innalzato la domanda di titoli a medio e a lungo termine da parte di investitori orientati su operazioni più speculative di "carry trade" (per una trattazione delle strategie di negoziazione sul reddito fisso, si veda il Capitolo VII), accrescendo così rispetto al passato la sensibilità dei titoli del Tesoro USA a lunga scadenza ai mutamenti delle aspettative sui tassi a breve.

### *Funzionamento dei mercati in un contesto di bassi tassi di interesse*

Turnover in calo per i derivati in yen ...

A livello puramente tecnico, il contesto di bassi tassi ufficiali nominali si è associato a problemi nel funzionamento del mercato durante il periodo sotto rassegna. Ad esempio, in Giappone i tassi a breve in yen si sono attestati sullo zero dacché la Bank of Japan ha avviato la sua politica di allentamento





quantitativo nel marzo 2001. Da allora, il turnover in futures e opzioni del mercato monetario in yen è fortemente calato, al punto che taluni contratti e segmenti accessori sono pressoché scomparsi (grafico VI.7). Quando i tassi a breve finiranno per spostarsi su livelli significativamente superiori allo zero, l'infrastruttura a sostegno del processo di ricerca del prezzo sui mercati monetari in yen potrebbe rivelarsi limitata, ed è probabile che l'illiquidità del mercato renda più difficile l'aggiustamento degli operatori alla cessazione della politica di "tasso zero".

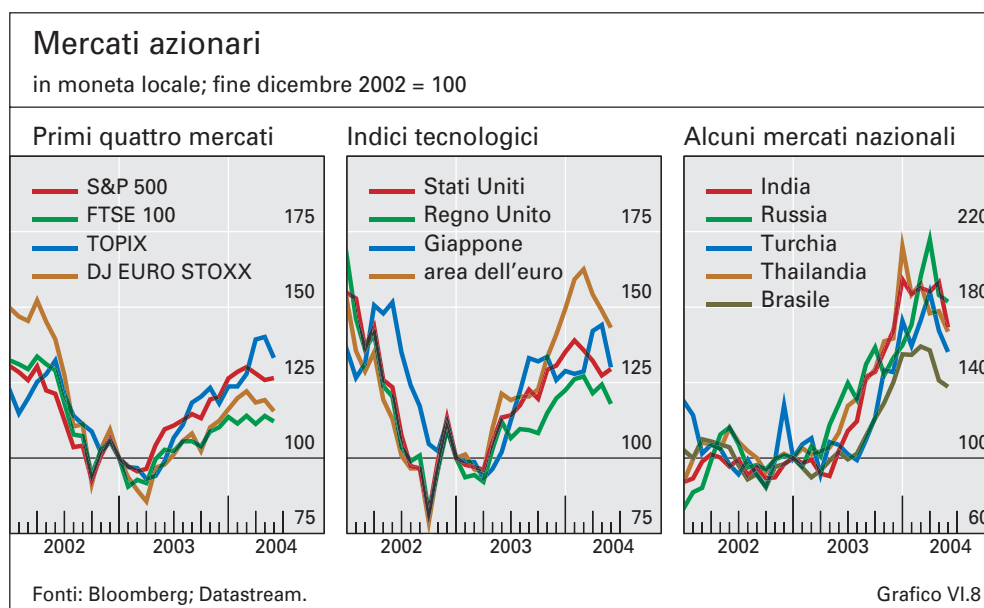
Il basso livello dei tassi nominali ha creato disfunzioni anche nei mercati USA del reddito fisso, dove il numero di "fail", ossia transazioni non perfezionate, è cresciuto notevolmente in luglio e agosto 2003. Tale fenomeno può originare da difficoltà operative nella consegna dei titoli, come accaduto in occasione degli eventi dell'11 settembre 2001, ma la sua probabilità aumenta in un contesto di bassi tassi di interesse, poiché questi riducono il costo-opportunità della minore remunerazione risultante dalla mancata consegna del collaterale in un'operazione pronti contro termine. Assieme alla volatilità del mercato, che ha incrementato la domanda di titoli in prestito da vendere allo scoperto, i bassi tassi hanno contribuito al picco di "fail" registrato verso la fine dell'estate. Inoltre, a differenza del 2001, sono aumentate nettamente le mancate consegne di MBS, oltre che di titoli del Tesoro statunitense. Tuttavia, dopo l'introduzione a metà settembre della "consegna garantita" su talune particolari transazioni PcT, quotate spesso a tassi di interesse negativi, si è assistito a un netto calo sia dei mancati regolamenti che nella tensione del mercato.

... e aumento delle transazioni non perfezionate nei mercati USA del reddito fisso

## Mercati azionari e propensione al rischio

Il recupero dei mercati azionari su scala mondiale ha segnato la fine della fase ribassista durata tre anni. Dall'inizio di questa fase nell'aprile 2000, le borse mondiali avevano perso \$13 trilioni in termini di capitalizzazione. I rialzi hanno preso avvio nel marzo 2003, proseguendo senza sosta per un anno. Nei dodici

Fine della lunga fase ribassista ...



mesi fino a marzo 2004 i listini avevano recuperato \$10 trilioni di quella perdita. Fra le principali economie, il mercato europeo ha registrato l'espansione maggiore: il DJ EURO STOXX ha guadagnato ben il 52% in termini di valuta locale (grafico VI.8). Anche le borse di New York e Tokyo hanno segnato progressi eccezionali: gli indici S&P 500 e TOPIX sono cresciuti rispettivamente del 37 e del 43%. Fra le performance migliori a livello di mercati nazionali si segnalano Brasile, India, Russia, Thailandia e Turchia, dove i listini hanno fatto registrare aumenti superiori al 100% in termini di valuta locale. A guidare il rialzo è stato il settore tecnologico, lo stesso che aveva trascinato i mercati al ribasso. L'ascesa è terminata soltanto nel mese di aprile di quest'anno, quando gli investitori in tutto il mondo hanno improvvisamente cominciato a preoccuparsi per un possibile aumento dei tassi ufficiali USA.

La fase rialzista mondiale ha avuto inizio con un aumento della propensione al rischio degli investitori, che ha ridotto i premi richiesti a fronte del rischio azionario. Essa ha poi acquistato slancio con il miglioramento delle prospettive per gli utili societari, a loro volta incoraggiate dalle informazioni su singole imprese e sull'economia globale nel suo complesso. Il recupero delle borse pare essersi arrestato bruscamente, così come era iniziato. La propensione al rischio ha cessato di aumentare, e quelle che in circostanze normali sarebbero state notizie positive sul mercato del lavoro USA sembrano aver sortito l'effetto opposto. La caduta dei mercati sarebbe da attribuirsi al fatto che le notizie sono state associate soprattutto a un più rapido approssimarsi della stretta monetaria; ciò conferma l'importanza della strategia di correzione dell'indirizzo accomodante della Federal Reserve (Capitolo IV).

#### *Ruolo delle grandezze fondamentali*

Così come nell'aprile 2000 non vi erano state importanti novità nell'andamento dei fondamentali dell'economia che potessero spiegare perché il collasso dei mercati azionari globali fosse avvenuto in quel momento, lo stesso si può dire del recupero di quasi tre anni dopo. I rialzi sono cominciati il 12 marzo

... con un'impen-  
nata della  
propensione al  
rischio ...

... ma in assenza di  
notizie economiche  
che spieghino la  
svolta

2003, un'intera settimana prima dello scoppio del conflitto in Iraq. Inizialmente gli investitori azionari parevano guidati non tanto da considerazioni sulle conseguenze economiche della guerra, quanto dall'aspettativa che l'evoluzione dei mercati ricalcasse quella del gennaio 1991, quando i corsi azionari segnarono un netto progresso all'avvio della guerra del Golfo. Scontando una simile impennata, nel marzo 2003 essi hanno cominciato ad acquistare senza aspettare l'inizio delle ostilità. L'ascesa è continuata ai primi di aprile, poiché gli sviluppi lasciavano presagire una rapida conclusione del conflitto, e gli investitori avvertivano un calo del rischio geopolitico. Solo verso la fine del mese, quando alcune società hanno reso noti i favorevoli risultati di gestione, i mercati sono tornati a focalizzare l'attenzione sull'andamento dell'economia.

L'orientamento monetario espansivo delle principali banche centrali ha senz'altro contribuito alla crescita delle quotazioni azionarie, ma il suo impatto è stato avvertito soltanto con molto ritardo. L'ultimo ciclo di allentamenti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è cominciato agli inizi del 2001. In Giappone il periodo di "allentamento quantitativo" con il ritorno dei tassi di interesse a livello zero era iniziato nel marzo 2001. Pertanto, sono occorsi circa due anni affinché i bassi tassi di interesse esercitassero il loro consueto effetto sui mercati azionari. Per contro, nel 1991 e nel 1995 le fasi ascendenti delle borse USA erano intervenute rispettivamente a circa tre mesi ed entro un mese dall'inizio delle riduzioni dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve. Quest'anno la semplice aspettativa di un aumento dei tassi ufficiali sembra esser bastata a porre fine alla più recente ascesa dei listini.

Effetto ritardato del basso livello dei tassi ufficiali

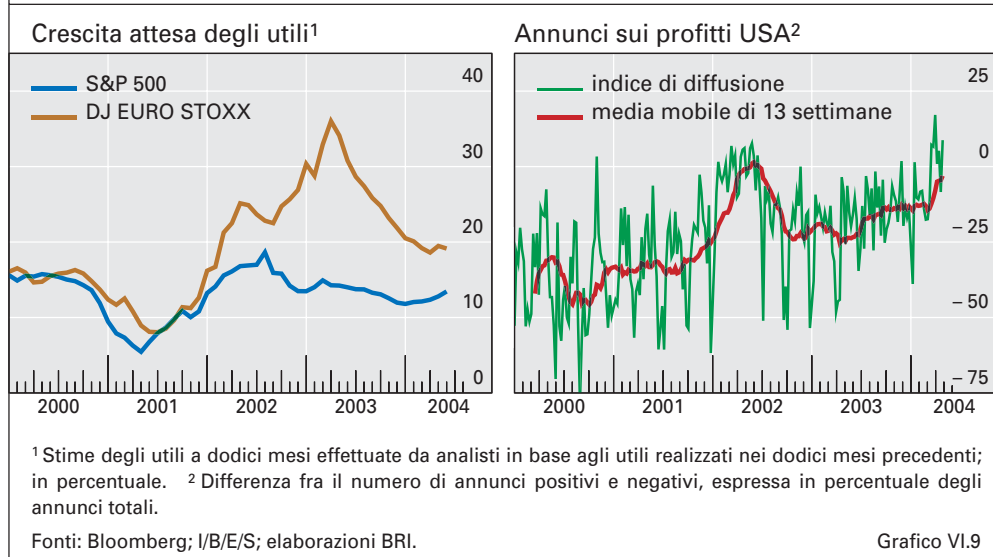
Nel 2003 il ruolo delle informazioni sui fondamentali è stato soprattutto quello di ratificare il clima di ottimismo che i mercati azionari sembravano aver già scontato. Analoghi sprazzi di euforia nei due anni precedenti non erano stati giustificati *ex post* dal sopraggiungere di notizie positive. Durante la lunga fase ribassista vi erano state diverse "false partenze", specie tra l'aprile e il maggio 2001 e di nuovo a ottobre–novembre 2002, quando alcune brusche impennate erano state stroncate dalla mancanza di riscontri certi riguardo a utili societari e ripresa economica. Nel 2003, invece, i dati favorevoli non sono mancati e l'ascesa è stata vigorosa.

Dopo alcune "false partenze" ...

I dati a conferma della fondatezza dell'ottimismo degli investitori sono provenuti anzitutto dalle incoraggianti segnalazioni degli utili di imprese statunitensi ed europee, nonché dagli annunci sull'attività reale aggregata in Giappone. Negli Stati Uniti i profitti di primarie società hanno cominciato a superare sistematicamente le attese nell'aprile 2003. In Europa, mentre gli analisti andavano rivedendo al ribasso le stime sulla crescita degli utili per l'insieme del settore societario (grafico VI.9), gli investitori sembrano essersi focalizzati sui rapporti positivi di imprese tecnologiche, banche e compagnie assicurative. Tanto negli Stati Uniti quanto in Europa le società stesse sono rimaste prudenti circa la robustezza della ripresa. Nelle loro segnalazioni esse hanno fornito anche valutazioni prospettive dei profitti, e le previsioni negative hanno continuato a superare quelle positive. Nondimeno, gli investitori hanno evidentemente dato più peso agli annunci favorevoli di imprese quali AOL, Cisco e Microsoft negli USA e Nokia, Philips e Siemens in Europa. Dati macroeconomici inaspettatamente buoni hanno contribuito in Giappone a un

... gli investitori reagiscono agli annunci ottimistici

## Crescita degli utili e annunci sui profitti



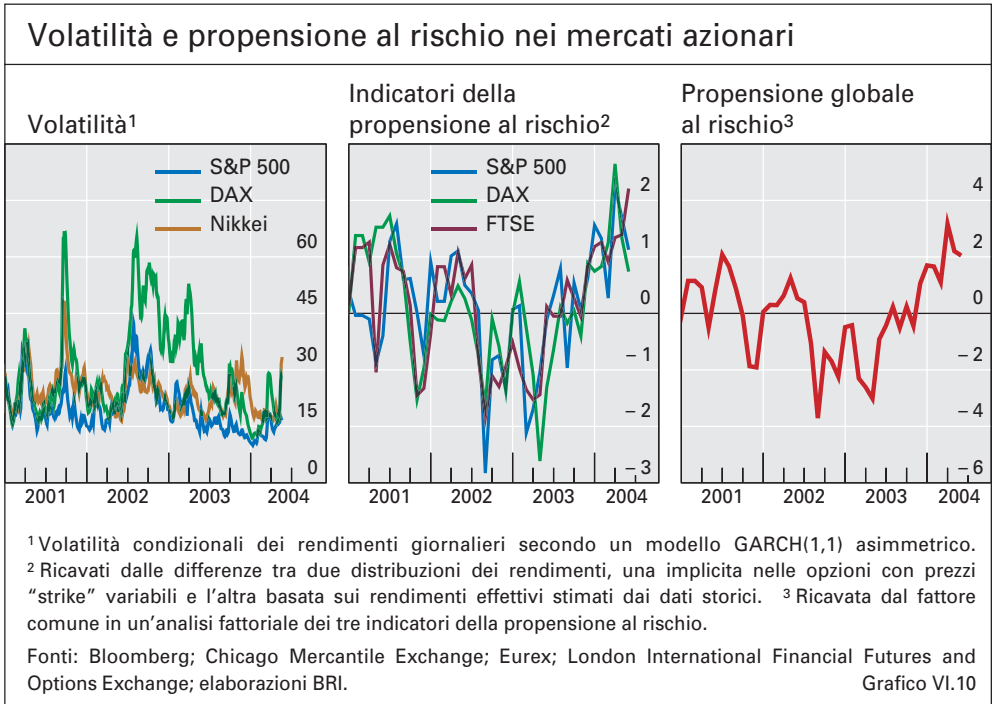
incremento del TOPIX di quasi il 20% tra giugno e agosto; bruschi aumenti dei corsi hanno fatto seguito alla pubblicazione dell'indagine *Tankan* il 4 luglio e ai dati sul PIL per il secondo trimestre il 12 agosto. Alla fine di quel mese le previsioni di crescita per Giappone e Stati Uniti venivano corrette verso l'alto.

### *Ruolo della propensione al rischio degli investitori*

Il prolungato declino dei premi di rischio azionario ha svolto un ruolo importante nella ripresa dei mercati globali. Questi premi rispecchiano sia i *rischi sottostanti* percepiti dagli investitori sia i *prezzi* che a tali rischi vengono attribuiti. Nel periodo sotto rassegna il rischio percepito ha avuto la tendenza a calare. In termini di volatilità dei rendimenti, il rischio azionario aveva subito un'impennata all'indomani degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 (grafico VI.10, diagramma di sinistra). La volatilità era cresciuta nuovamente a fine giugno 2002, in concomitanza con le rivelazioni sulla rettifica degli utili di WorldCom, e ancora agli inizi del 2003, nel periodo precedente lo scoppio del conflitto in Iraq. Da allora, essa è rimasta su livelli relativamente moderati.

Benché intervenuta in un contesto di rischi sottostanti generalmente bassi e decrescenti, la fase rialzista dei mercati azionari globali iniziata nel marzo 2003 sembrerebbe ampiamente ascrivibile allo straordinario aumento della propensione al rischio degli investitori e, pertanto, al corrispondente calo del prezzo assegnato a tale rischio. Un indicatore di questa mutevole percezione del rischio sui diversi mercati può essere ricavato dal costo delle opzioni su indici azionari. Esso si basa sull'assunto che gli investitori siano disposti a pagare di più per un'opzione che li protegga da una variazione di prezzo sfavorevole che non per un'opzione con cui possano guadagnare da una variazione favorevole di pari probabilità. La disponibilità a pagare tale protezione cambia nel tempo a seconda dei mutamenti nella propensione al rischio. Così misurata, quest'ultima tende a muoversi in sintonia nei vari mercati (grafico VI.10, diagramma centrale). È pertanto possibile ricavare un metro

Le opzioni su indici azionari segnalano un aumento della propensione al rischio ...



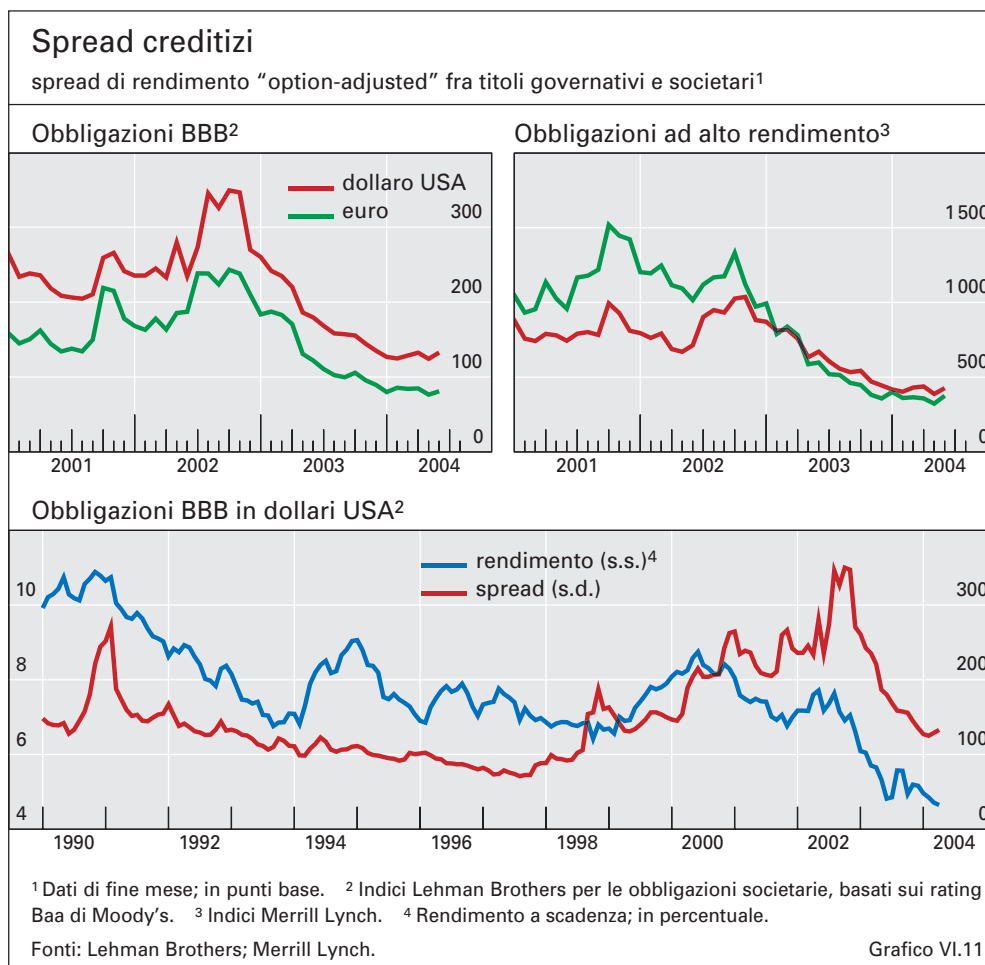
della propensione globale al rischio dai comovimenti dei diversi indicatori. Secondo le stime ottenute in base alle opzioni sugli indici S&P 500, DAX e FTSE, essa ha cominciato a salire nel marzo 2003 prima dello scoppio della guerra in Iraq, continuando a crescere per il resto del periodo (grafico VI.10, diagramma di destra). In ragione di questo andamento, a febbraio di quest'anno i premi al rischio azionario si sarebbero ridotti al punto da rendere i mercati relativamente vulnerabili a eventi avversi.

Risulta difficile prevedere i tipi di eventi che incidono sulla tolleranza al rischio. Dal 2001 a oggi, il più importante di essi è certamente stata la rettifica degli utili da parte di WorldCom a metà del 2002. L'escalation precedente la guerra in Iraq agli inizi del 2003 ha anch'essa svolto un ruolo rilevante e gli attacchi terroristici di Madrid nel marzo di quest'anno hanno probabilmente condizionato le reazioni del mercato a notizie successive. Per converso, i problemi di Parmalat verso la fine del 2003 non sembrano aver avuto conseguenze degne di nota. Gli annunci macroeconomici, come la diffusione delle cifre sull'occupazione nei settori non agricoli statunitensi, hanno influito sui mercati dei titoli di Stato, senza peraltro avere effetti palesi sulla propensione al rischio azionario.

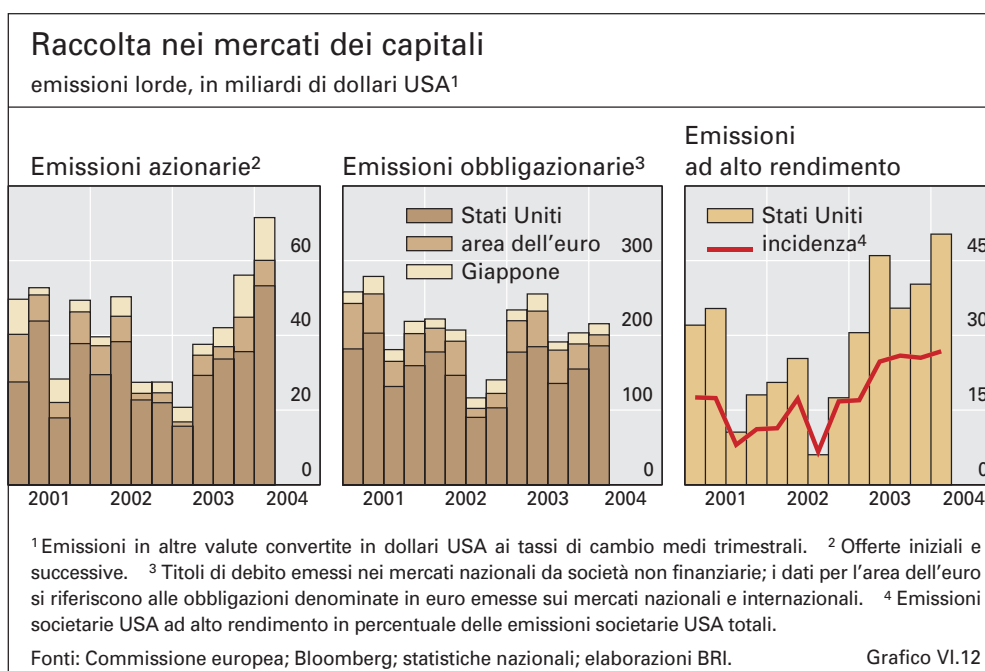
... che è condizionata da eventi insoliti

**Mercati delle obbligazioni societarie e rischio di credito**

Così come nei mercati azionari, anche in quelli del credito un miglioramento dei fondamentali e una rinnovata propensione al rischio degli investitori hanno contribuito a uno straordinario recupero della fiducia a partire da ottobre 2002. Nell'anno e mezzo fino a maggio 2004 sul mercato del dollaro USA gli spread tra obbligazioni societarie quotate BBB e titoli pubblici si sono ristretti di oltre 200 punti base, a 130, un livello superiore di appena 50 punti



al minimo toccato nel luglio 1997, verso la fine del precedente ciclo creditizio (grafico VI.11). Nel contempo sono fortemente aumentate le emissioni, specie di titoli a più basso rating (grafico VI.12).



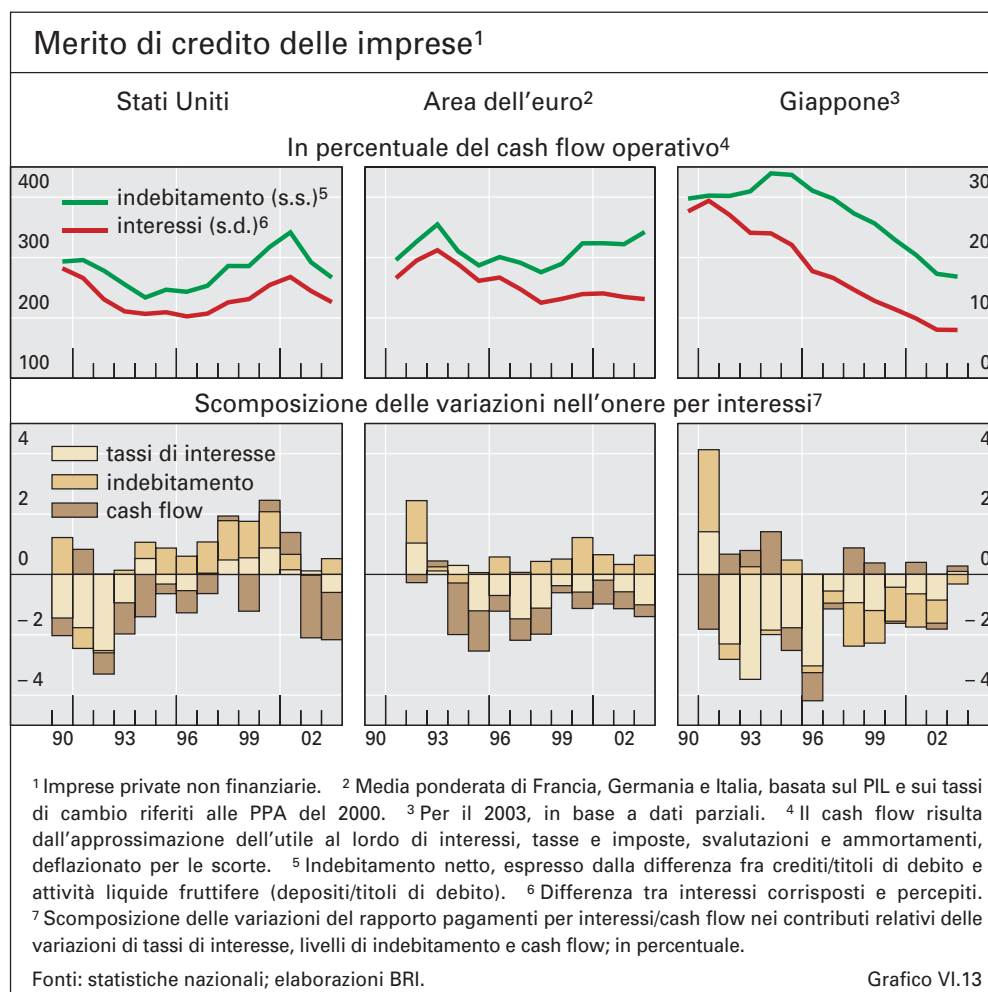
### Miglioramento delle grandezze fondamentali

La corsa al rialzo dei mercati obbligazionari è stata incoraggiata dai segnali di un miglioramento nella qualità creditizia del settore societario. La frequenza di inadempienze e abbassamenti del rating, che tra il 1998 e il 2001 era costantemente aumentata, è diminuita in modo netto nel 2003. Il numero di inadempienze di imprese non finanziarie a livello mondiale è sceso dal massimo di 184 nel 2001 a 77 nel 2003. Sebbene nel 2003 i declassamenti di società USA abbiano ancora superato gli innalzamenti decretati da Standard & Poor's, la loro percentuale è scesa dall'82% nel 2002 al 74%. In Giappone gli innalzamenti hanno superato di un ristretto margine le correzioni al ribasso.

Segnali di un miglioramento della qualità creditizia ...

Negli Stati Uniti il recupero della redditività delle imprese ha contribuito a un marcato calo nell'incidenza degli esborsi per interessi sul cash flow – una misura comunemente utilizzata quale indicatore di difficoltà societarie (grafico VI.13). Se nel precedente periodo di riduzione della leva finanziaria agli inizi degli anni novanta tale rapporto era sceso principalmente grazie ai minori tassi di interesse, nel 2001–03 ha contribuito al suo calo soprattutto un aumento del cash flow operativo, mentre in confronto il contributo dei tassi non è stato significativo. I risparmi realizzati grazie alla riduzione dei tassi di interesse sono stati ampiamente controbilanciati dagli effetti prodotti dallo spostamento verso passività a più lungo termine. Per il terzo anno

... in particolare negli Stati Uniti ...



consecutivo, nel 2003 le imprese si sono rivolte ai mercati obbligazionari per il rifinanziamento di crediti bancari a breve termine e di commercial paper, riducendo così la propria vulnerabilità alle variazioni di tasso. Alcune società hanno approfittato del rialzo dei mercati azionari per abbassare i propri indici di indebitamento attraverso la raccolta di nuovo capitale di rischio (grafico VI.12). Lo stock di debiti societari in rapporto al cash flow è sceso a un livello prossimo alla media degli anni novanta, pur continuando a salire in termini assoluti.

... e in Giappone

Contrariamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti, in Giappone il rimborso di passività da parte delle imprese non finanziarie ha superato per l'ottavo anno consecutivo i nuovi prestiti contratti. Di conseguenza, l'onere per interessi delle società nipponiche è rimasto eccezionalmente basso, a un livello di oltre 20 punti percentuali inferiore al picco del 1991. Mentre i minori tassi di interesse erano stati il principale fattore alla base del calo nel rapporto tra pagamenti per interessi e cash flow durante lo scorso decennio, essi hanno avuto un impatto limitato nel 2003.

Più lenta riduzione della leva finanziaria in Europa

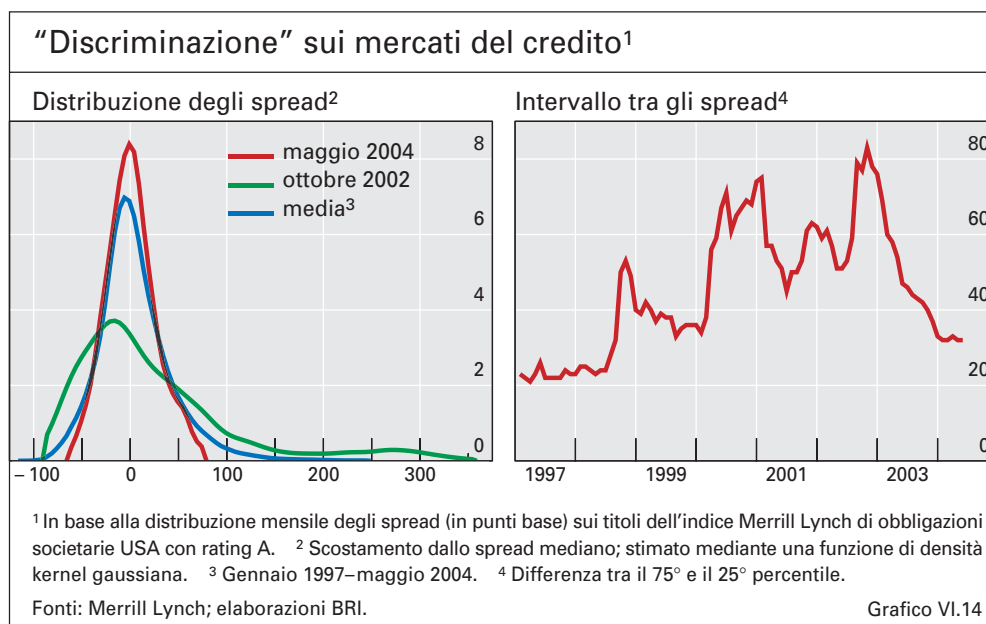
Rispetto a quelle di altre regioni, le imprese europee hanno accusato ritardi nell'aggiustamento dei bilanci. Nonostante i passi in avanti compiuti in alcuni settori, e in particolare nelle telecomunicazioni, la crescita dell'indebitamento nell'area dell'euro ha continuato a superare quella dell'autofinanziamento nel 2003, in parte perché la ripresa macroeconomica è rimasta fiacca. Specie in Germania vi sono state poche evidenze di una riduzione del grado di leva. Il calo dei tassi ha controbilanciato l'impatto del maggiore indebitamento, cosicché i pagamenti per interessi sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al cash flow. Tuttavia, gli elevati livelli del passivo hanno lasciato le imprese dell'area dell'euro più esposte a un aumento dei costi del finanziamento di quanto non lo siano le società in altre regioni. Nonostante i più lenti progressi delle imprese europee verso il risanamento dei bilanci, gli spread sulle obbligazioni societarie in euro hanno seguito da vicino quelli su analoghi titoli in dollari, restringendosi di 160 punti base tra ottobre 2002 e maggio 2004 (grafico VI.11).

#### *Aumento della propensione al rischio*

Con l'emergere di segnali di un miglioramento nella qualità creditizia i premi di rischio richiesti per le obbligazioni societarie sono scesi dagli elevati livelli toccati a metà 2002. All'epoca, il caso WorldCom aveva reso gli investitori più cauti nei confronti dei titoli a rischio di declassamento e li aveva sensibilizzati sulla diffusa presenza di irregolarità nel governo societario. La tiepida reazione degli investitori a eventi creditizi negativi nel 2003 è la riprova di un mutamento del clima di fiducia nel periodo sotto rassegna. Il dissesto del conglomerato alimentare italiano Parmalat in dicembre avrebbe potuto innescare una massiccia ondata di vendite; le perdite per gli obbligazionisti potrebbero aver superato quelle subite dai creditori di Enron o persino di WorldCom. In questa occasione il contagio è stato limitato e di breve durata, poiché il calo nell'incidenza delle inadempienze e dei declassamenti ha contribuito a rassicurare gli investitori del fatto che la vicenda Parmalat e altri eventi creditizi negativi costituivano casi isolati.

Verso la fine del 2003 gli investitori si mostravano disposti ad assumere un maggiore rischio di credito, apparentemente a prescindere dalle probabilità





di inadempienza sottostanti. Il basso livello dei rendimenti nominali ha dirottato investitori di norma prudenti verso obbligazioni con rendimento più elevato, sia societarie che dei mercati emergenti (si veda oltre). Questa tendenza è stata particolarmente evidente nel comparto del debito societario “high-yield”, dove la domanda ha sospinto i prezzi nonostante il forte aumento dell’attività di emissione (grafici VI.11 e VI.12). Nella seconda metà del 2003 e agli inizi del 2004 i collocamenti di mutuatari con rating BB o inferiore rappresentavano oltre un quarto delle emissioni obbligazionarie totali delle imprese negli Stati Uniti, una quota doppia rispetto al biennio 2001–02.

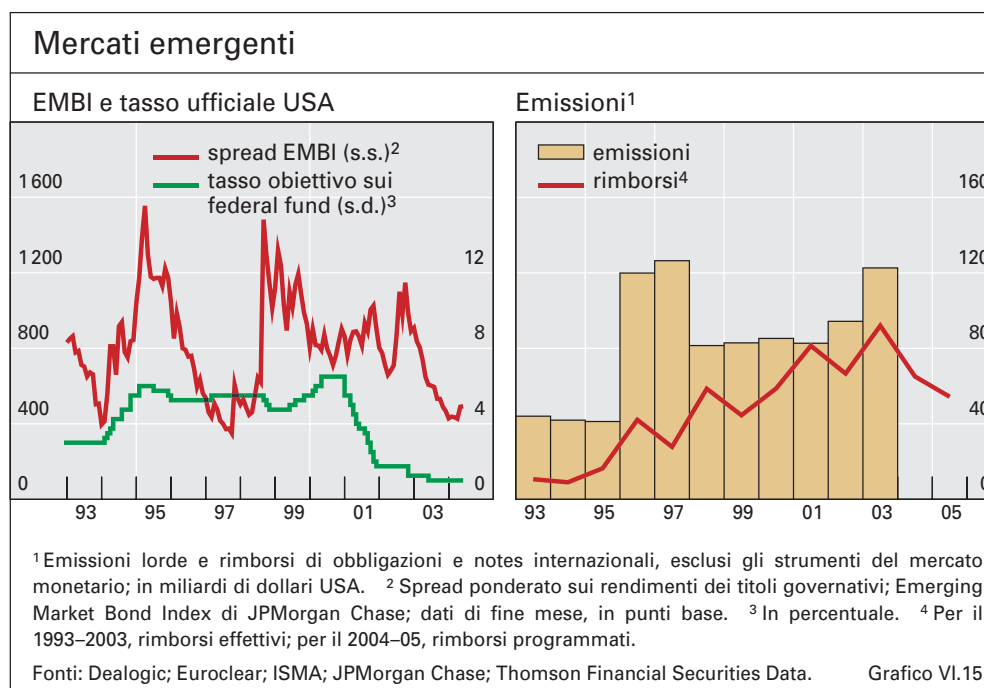
A riconferma della propensione al rischio degli investitori alla ricerca di rendimento, la distribuzione dei differenziali creditizi applicati agli emittenti di una data classe di rating indica che nei mercati obbligazionari vi è stata minore discriminazione (grafico VI.14). Contrariamente all’ottobre 2002, quando gli investitori avevano operato un’attenta selezione all’interno delle singole classi di rating tra le società a rischio di declassamento e quelle considerate più sicure, agli inizi del 2004 gli spread si erano maggiormente addensati. Nel caso dei prenditori con rating A, ad esempio, le code della distribuzione erano molto più corte che nell’ottobre 2002 o persino rispetto alla media di più lungo periodo. Inoltre, la dispersione degli spread (misurata dalla distribuzione delle differenze tra il 75° e il 25° percentile) ha toccato il livello minimo da metà 1998. Essa è nondimeno rimasta al disopra dei valori osservati nel 1997 e nella prima metà del 1998, quando presso gli investitori a reddito fisso avevano riscosso notevole successo strategie con un aggressivo grado di leva volte a trarre profitto dalle anomalie percepite nei differenziali creditizi.

La ricerca di rendimento spinge gli spread verso il basso ...

... e riduce la selettività

## Finanziamento esterno dei mercati emergenti

I mercati emergenti sono stati tra i maggiori beneficiari del migliorato contesto macroeconomico globale e del concomitante aumento della propensione al



rischio degli investitori. I differenziali sulle obbligazioni in dollari dell'area emergente si sono ridotti di oltre 500 punti base tra l'ottobre 2002 e il gennaio 2004. Nell'aprile di quest'anno vi sono state brusche cessioni, ma a maggio gli spread erano ancora prossimi ai minimi raggiunti a metà 1997 (grafico VI.15). Nello stesso tempo, le emissioni obbligazionarie dei mercati emergenti sono salite al livello più alto dal 1997. I mutuatari con minore merito di credito sono stati particolarmente attivi: tra il 2002 e il 2003 i collocamenti di prenditori con rating pari o inferiore a B, compresi Brasile e Turchia, sono saliti dal 18 al 33% del totale dei mercati emergenti. Persino soggetti sovrani che di recente si erano resi inadempienti su parte del debito estero – nella fattispecie, Indonesia e Pakistan – hanno trovato investitori pronti ad acquistare le loro nuove emissioni internazionali.

#### *Vulnerabilità a mutamenti nelle condizioni di finanziamento*

Se da un lato tali sviluppi sono stati chiaramente favoriti dalla ricerca di rendimento, dall'altro il calo degli spread è stato altresì assecondato da un miglioramento delle grandezze fondamentali in molti paesi. Lo scorso anno, per la prima volta dal 1996, gli innalzamenti dei rating applicati da Standard & Poor's ai paesi emergenti hanno sopravanzato i declassamenti. Il caso più spettacolare è stata la promozione della Russia al grado di qualità bancaria da parte di Moody's nell'ottobre 2003, a poco più di cinque anni dall'insolvenza del paese su gran parte delle sue obbligazioni. Gli spread sul debito in dollari della Russia si erano già ristretti ai livelli di "investment grade" oltre un anno prima dell'innalzamento del rating, e verso la fine del 2003 si attestavano su valori analoghi a quelli di numerosi prenditori sovrani quotati A.

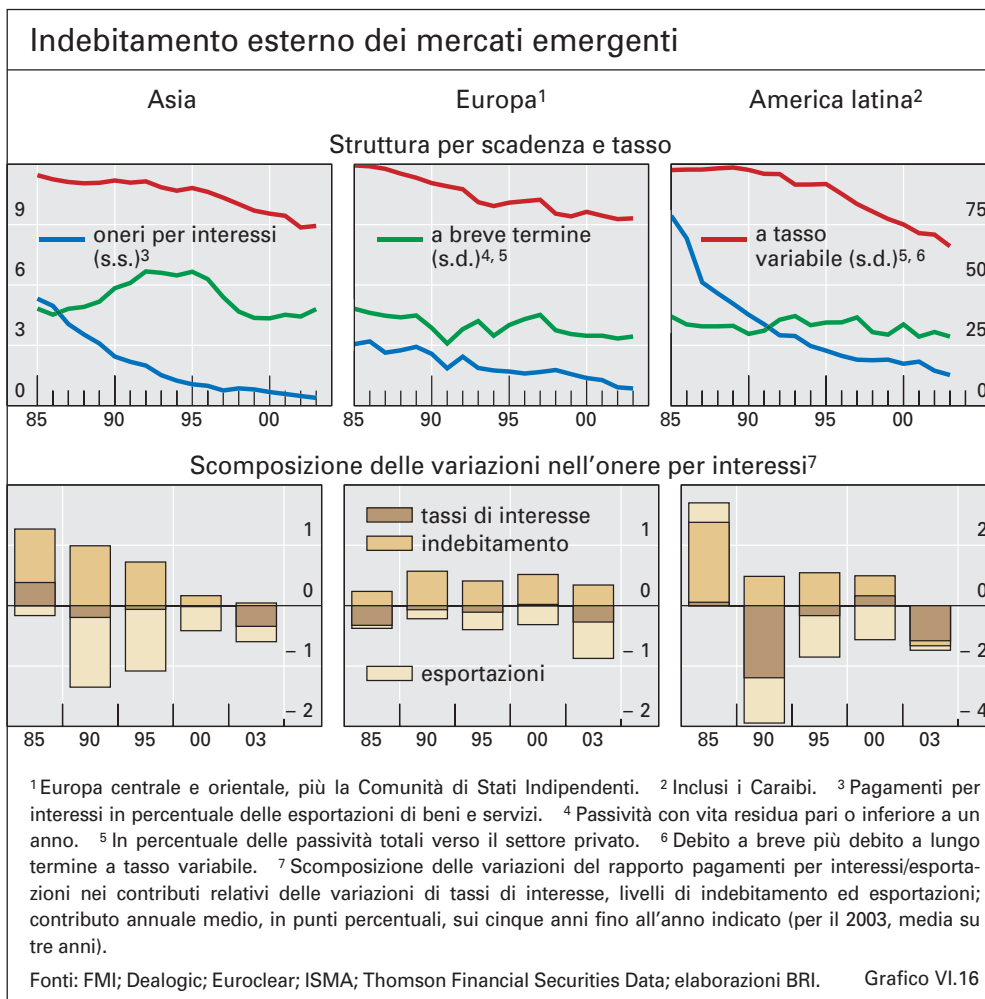
Molti paesi emergenti sono oggi meno vulnerabili che in passato a mutamenti nelle condizioni di finanziamento sui mercati internazionali. Contrariamente agli inizi degli anni ottanta, quando vari paesi pesantemente

Miglioramento  
dei fondamentali  
in molti mercati  
emergenti

indebitati si resero inadempienti, o al 1994, quando il Messico fronteggiò gravi difficoltà finanziarie, è poco probabile che un aumento dei tassi ufficiali nelle maggiori economie inneschi una crisi nell'area emergente. Nondimeno, i prenditori di quest'area restano esposti al rischio di tasso di interesse. Il forte calo dei tassi ufficiali USA nel periodo 2001-03 ha contribuito a ridurre l'onere per interessi più di quanto abbiano fatto le variazioni nel livello di indebitamento o la crescita delle esportazioni, soprattutto in America latina (grafico VI.16). Tuttavia, gli squilibri esterni sono oggi meno importanti e le riserve valutarie ufficiali più elevate che nei precedenti periodi di inasprimento delle condizioni di liquidità globali (Capitoli III e V).

In aggiunta, i mutuatari dell'area emergente sono meno dipendenti dai prestiti a breve termine e a tasso variabile. La quota delle passività a breve – inclusi gli ammortamenti – sul totale nei confronti dei creditori privati è scesa dal 40% dei primi anni novanta a meno del 30% di fine 2003. Nello stesso periodo il debito a tasso variabile, compreso quello a breve, è calato da quasi il 100% a meno del 70% delle passività in essere, in seguito al passaggio dal credito bancario al finanziamento obbligazionario nel quadro delle conversioni di titoli Brady tra gli inizi e la metà degli anni novanta (incluso le passività verso creditori pubblici, la quota a tasso variabile aumenta). I prenditori asiatici evidenziano una maggiore dipendenza dal credito a breve termine

I mercati emergenti ricorrono meno al debito a breve e a tasso variabile ...



rispetto ai loro omologhi di altre regioni, ma ciò riflette un più basso livello di indebitamento esterno e la maggiore incidenza dei finanziamenti per il commercio con l'estero. Nel 2003 l'Asia è stata la sola regione a far registrare un aumento dei crediti a breve (per lo più bancari), mentre molti paesi in altre aree hanno approfittato delle favorevoli condizioni sui mercati internazionali per il rimborso di passività a breve termine.

... ma restano esposti alle variazioni degli spread

Se è vero che il passaggio dal debito bancario (a tasso variabile) alla raccolta obbligazionaria (a tasso fisso) riduce l'esposizione dei prenditori al rischio di interesse, esso non elimina il rischio di provvista. Gli spread sulle emissioni dei mercati emergenti sono più volatili dei rendimenti sottostanti e possono a tratti ampliarsi al punto da estromettere di fatto i prenditori dal mercato, come avvenuto per il Brasile a metà 2002. Ciò può causare gravi problemi di liquidità ai paesi che presentano un elevato fabbisogno di finanziamento. I rimborsi pianificati di passività a lungo termine da parte di prenditori dell'area emergente dovrebbero leggermente diminuire nel 2004 e nel 2005, contribuendo ad attenuare tali problemi nell'evenienza di un aumento degli spread (grafico VI.15). Tuttavia, diversi paesi pesantemente indebitati, in particolare Brasile e Turchia, devono tuttora far fronte a considerevoli ammortamenti.

Le prospettive di un aumento dei tassi ufficiali USA innescano un'ondata di vendite agli inizi del 2004

Le condizioni di finanziamento per i mercati emergenti si sono deteriorate nella prima parte del 2004, in seguito alle indicazioni di un possibile passaggio della Federal Reserve a un indirizzo monetario meno accomodante prima di quanto previsto dagli operatori. Nei mesi di aprile e maggio il debito dei mutuatari emergenti è stato investito dalla maggiore ondata di vendite da metà 2002, e lo spread EMBI si è ampliato di circa 100 punti base in appena quattro settimane. È interessante notare come il mercato dei titoli societari USA ad alto rendimento non sia stato interessato da un pari aumento dei differenziali. Gli hedge fund e altri investitori con elevato grado di leva hanno apparentemente avuto un ruolo importante nelle cessioni, liquidando all'improvviso le posizioni sui mercati emergenti in proporzione maggiore rispetto ai titoli societari ad alto rendimento. Nella misura in cui questi investitori si sono ritirati dai mercati emergenti, la correlazione positiva osservabile durante la fase di vendite tra le variazioni degli spread e le variazioni delle aspettative sui tassi ufficiali USA potrebbe indebolirsi. Nondimeno, le condizioni finanziarie potrebbero comunque essere soggette a nuove pressioni nel breve periodo, a causa di mutamenti della propensione al rischio sui maggiori mercati o di ostacoli nelle politiche dell'area emergente.

#### *Ristrutturazioni del debito*

A integrazione delle iniziative volte a ridurre la propria vulnerabilità a situazioni di crisi, alcuni mutuatari hanno altresì intrapreso azioni per migliorare il processo di risoluzione delle difficoltà di pagamento nell'eventualità di una crisi. Nel febbraio 2003 il Messico è stato il primo grande prenditore emergente a inserire clausole di azione collettiva (CAC) in emissioni obbligazionarie disciplinate dalla legge di New York, seguito a breve distanza dal Brasile e da alcuni altri importanti prenditori. Mentre nel 2002 nessuna emissione sovrana disciplinata dalla legge di New York conteneva CAC, nel 2003

la metà circa prevedeva simili clausole. Le CAC sono intese ad agevolare la soluzione di problemi debitori, limitando la capacità dei piccoli obbligazionisti di ostacolare le ristrutturazioni appoggiate dalla maggioranza dei creditori obbligazionari. La loro inclusione nelle emissioni internazionali era stata dapprima invocata all'indomani della crisi debitoria messicana del 1994, e in seguito incoraggiata dalla disponibilità in tal senso di un certo numero di paesi del G10.

Anche quando i prenditori dell'area emergente beneficiavano di favorevoli condizioni finanziarie, l'inadempienza dell'Argentina gravava sugli investitori internazionali come un monito contro i rischi connessi con gli investimenti sui mercati emergenti. Le difficoltà nel raggiungere un accordo su chi dovesse rappresentare i creditori – acuite dall'assenza di CAC in molte delle emissioni in mora e dall'ampia quota di debito insoluto nelle mani dei residenti del paese – hanno ritardato i negoziati, che rischiano di essere ulteriormente procrastinati dalle divergenze riguardo alla capacità di pagamento del governo argentino. Da un lato, quest'ultimo ha addotto la fragilità della ripresa economica e l'entità dei problemi sociali del paese a sostegno della sua proposta, che prevede una decurtazione del 75% nel valore nominale del debito in mora e la parziale remissione degli interessi arretrati. Dall'altro, i creditori hanno fatto rilevare la forza della ripresa e il miglioramento della posizione di bilancio del governo per appoggiare la richiesta di un tasso di recupero più elevato.

La ristrutturazione del debito argentino è per sua natura diversa da molte di quelle intervenute negli anni ottanta. Queste erano state precedute da varie tornate di rinegoziazione delle scadenze, nel tentativo delle banche di evitare una svalutazione del capitale attraverso il rinnovo dei pagamenti in scadenza. Per contro, nel quadro dei negoziati con la Russia, l'Ecuador e altri soggetti sovrani recentemente inadempienti, la disponibilità degli investitori obbligazionari ad accettare una svalutazione del valore facciale dei crediti è stata maggiore che non quella delle banche negli anni ottanta. Questa differenza di comportamento origina in parte dalle diverse norme contabili applicate alle banche e alla maggioranza degli obbligazionisti. In particolare, mentre le banche dispongono di una certa discrezionalità nel decidere quando contabilizzare le perdite su crediti, spesso gli investitori valutano i propri portafogli ai prezzi di mercato con frequenza giornaliera, e devono pertanto riconoscere immediatamente ogni eventuale perdita nel valore netto corrente delle proprie disponibilità. Ciò fa sì che gli investitori obbligazionari – detentori di gran parte del debito argentino – abbiano un incentivo maggiore rispetto alle banche a concordare una ristrutturazione integrale. In effetti, mentre nel caso del Messico sono trascorsi otto anni tra la moratoria sul debito (agosto 1982) e la finalizzazione del relativo piano Brady (marzo 1990), la Russia ha raggiunto un accordo con i detentori delle sue obbligazioni appena due anni dopo l'inadempienza, e all'Ecuador è bastato meno di un anno.

La ristrutturazione del debito in mora dell'Argentina procede a rilento ...

... ma si spera che sarà più rapida delle rinegoziazioni degli anni ottanta

## Cause e implicazioni della ricerca di rendimento

La ricerca di rendimento che ha abbassato gli spread nei mercati delle obbligazioni societarie e di paesi emergenti è stata in gran parte stimolata

dall'effetto combinato di due fattori. Primo, molti investitori hanno preferito ai titoli pubblici a basso rischio le emissioni più remunerative – ma anche più rischiose – di imprese e prenditori dell'area emergente, nel tentativo di ripristinare i rendimenti nominali che erano stati in grado di conseguire allorché i tassi di interesse erano più elevati. Secondo, molti gestori di portafogli hanno ricercato strumenti a più alto rendimento da utilizzare nella creazione di "collateralised debt obligation" (CDO), per trarre profitto dal fatto che gli spread creditizi su tali strumenti continuavano ad essere più ampi di quanto implicito nelle perdite attese per inadempienza.

#### *Obiettivi di rendimento nominale*

Investitori restii a un aggiustamento degli obiettivi di rendimento nominale ...

Per vari motivi molti investitori sono parsi restii o impossibilitati ad aggiustare i propri obiettivi di rendimento nominale alle mutate condizioni del mercato. Di fronte a livelli storicamente bassi dei tassi nominali sui titoli governativi ad alto rating nel 2003 e nella prima parte del 2004, tali investitori hanno ricercato rendimenti più elevati sui mercati delle obbligazioni di prenditori societari ed emergenti nella speranza di mantenere gli alti rendimenti offerti in precedenza dai titoli pubblici.

... a causa di fattori psicologici ...

Il rifiuto di aggiustare gli obiettivi nominali in periodi di più bassi tassi di interesse potrebbe aver rispecchiato ben noti fattori psicologici. Ad esempio, alcuni investitori hanno preso determinate decisioni senza evidentemente considerare altri, più complessi fattori (fenomeno conosciuto nella letteratura sulla finanza comportamentale come "narrow framing"). Così facendo, avrebbero ignorato il fatto che i tassi di interesse nominali erano più bassi soprattutto perché erano diminuiti i tassi attesi di inflazione. Inoltre, gli investitori hanno a volte assunto come punto di riferimento i propri obiettivi di rendimento esistenti, un fenomeno noto come "*status quo bias*", per cui viene attribuito un minor peso agli svantaggi dello *status quo* che non a quelli connessi con obiettivi alternativi.

... e di vincoli istituzionali e regolamentari

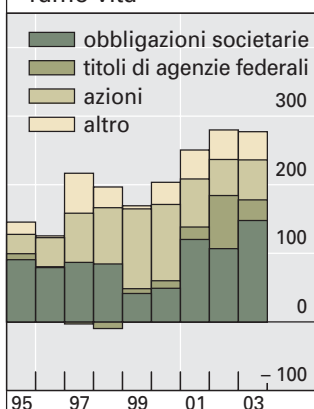
L'aderenza ai tassi nominali obiettivo potrebbe altresì essere dovuta a vincoli istituzionali o regolamentari. Le compagnie di assicurazione del ramo vita e i fondi pensione gestiscono in genere l'attivo con riferimento alle loro passività. In alcuni paesi queste ultime sono collegate a un rendimento minimo garantito, che può essere fissato per statuto, come in Svizzera dove esiste un tasso di interesse minimo da corrispondere sulle attività nei piani pensionistici a contribuzione definita. In alternativa, esso può essere stabilito su base contrattuale, come avviene in Giappone e nel Regno Unito, dove negli anni settanta e ottanta le imprese assicurative del ramo vita offrivano saggi di rendita garantiti. Dopo un periodo di tassi di interesse decrescenti, le rendite garantite hanno cominciato a superare i rendimenti ottenibili sulle obbligazioni governative ad alto rating. Il risultante gap di finanziamento ha spinto tali istituzioni a investire in strumenti più redditizi e più rischiosi.

Persino nei paesi in cui i rendimenti garantiti non sono diffusi le variazioni nel valore del passivo hanno tendenzialmente favorito comportamenti a più alta rischiosità. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti il tasso di interesse utilizzato per scontare le passività dei fondi pensione a prestazioni definite è collegato ai tassi di mercato. Pertanto, le diminuzioni dei tassi di interesse

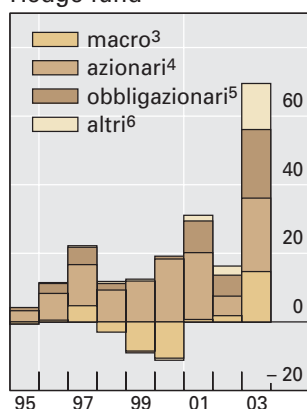
## Ricerca del rendimento

flussi di investimento, in miliardi di dollari USA

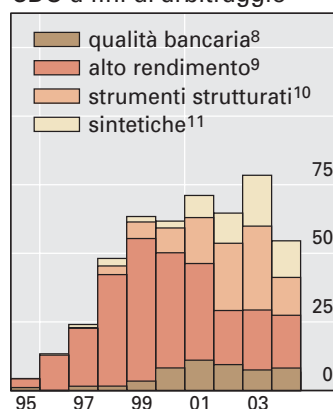
### Assicurazioni USA ramo vita<sup>1</sup>



### Hedge fund<sup>2</sup>



### CDO a fini di arbitraggio<sup>7</sup>



<sup>1</sup> Acquisizioni nette di attività finanziarie. <sup>2</sup> Afflussi netti di capitali per tipologia di fondo. <sup>3</sup> Fondi macro globali e paesi emergenti. <sup>4</sup> Fondi gestiti secondo le strategie "market neutral", "event driven", "long/short equity" e "dedicated short bias". <sup>5</sup> Fondi gestiti secondo le strategie "convertible arbitrage" e "fixed income arbitrage". <sup>6</sup> "Managed futures" e altri fondi. <sup>7</sup> Emissioni lorde; per il 2004, proiezioni. <sup>8</sup> CDO cash garantite da attività di qualità bancaria e da altre attività. <sup>9</sup> CDO cash garantite da obbligazioni o prestiti ad alto rendimento, ovvero da attività di mercati emergenti. <sup>10</sup> CDO cash garantite da ABS, fra cui MBS e altre CDO. <sup>11</sup> CDO garantite da "credit default swap".

Fonti: JPMorgan Chase; Tremont Capital Management; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VI.17

possono tradursi in aumenti sostanziali del passivo. Alla luce delle perdite subite sui portafogli azionari nel 2001–03 e del desiderio di conseguire una più esatta corrispondenza con le passività, ciò potrebbe aver incoraggiato le compagnie di assicurazione e i fondi pensione a investire in strumenti a reddito fisso con un rendimento atteso superiore. Negli Stati Uniti gran parte di questi acquisti ha interessato i titoli di imprese e agenzie, che offrivano una maggiorazione di rendimento rispetto ai titoli governativi (grafico VI.17). Gli investitori istituzionali hanno inoltre effettuato massicce acquisizioni di quote di hedge fund – concorrendo a un afflusso record verso questa categoria di attività nel 2003 – attirati dagli elevati guadagni realizzati da molti di questi fondi negli ultimi anni.

### Ruolo delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio

Diversamente da altri investitori alla ricerca di rendimento, i gestori dei portafogli di CDO a fini di arbitraggio sono stati motivati non tanto dal basso livello dei tassi di interesse, quanto dall'ampiezza degli spread creditizi sul debito con rating inferiore. La struttura delle CDO consente ai gestori di trarre vantaggio dal fatto che gli spread su singole obbligazioni societarie tendono a essere ben più elevati di quanto basterebbe per coprire le perdite presunte per inadempienza. Il gestore acquisisce passività a più basso rating per costituire un pool di garanzie collaterali a fronte del quale vengono emesse varie *tranche* di debito, in gran parte quotate AAA. Le *tranche* con rating inferiore sono le prime ad assorbire eventuali perdite sul pool di garanzie collaterali,

proteggendo così quelle a tripla A. L'ammontare di protezione richiesto dipende dalle perdite attese, dalle correlazioni stimate delle inadempienze e dal grado di diversificazione del pool di garanzie.

L'emissione di CDO a fini di arbitraggio ha contribuito al restringimento degli spread

Benché si siano ristretti nel 2003, i differenziali creditizi su varie forme di garanzia collaterale sono rimasti sufficientemente ampi da indurre un aumento delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio. Con l'aumentare della domanda di garanzie per la costituzione di siffatte strutture, gli spread sono andati restringendosi. Non sorprende il fatto che negli anni precedenti la tipologia di collaterale preferita sia stato il debito ad alto rendimento, comprese le obbligazioni dei mercati emergenti (grafico VI.17). Al diminuire della sua disponibilità, tuttavia, i gestori di CDO si sono avvalsi in misura crescente di passività di qualità bancaria. Nel 2003 un'ampia quota delle CDO di nuova emissione era basata su titoli garantiti da attività, compresi titoli assistiti da ipoteca e altre CDO, i cui spread si erano ridotti solo lentamente. Nel mercato europeo hanno acquisito crescente preminenza le CDO sintetiche, che si basano su "credit default swap" piuttosto che su garanzie liquide. Agli inizi del 2004 gli spread sembravano in genere essersi sufficientemente ridotti da provocare una diminuzione delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio.

#### *Implicazioni della ricerca di rendimento*

La ricerca di rendimento potrebbe comportare un'eccessiva assunzione di rischio ...

La ricerca di rendimento comporta l'assunzione di rischio; rendimenti più elevati si accompagnano di norma a un rischio maggiore. Eppure molti investitori sembrano non essersi curati delle possibili conseguenze avverse dell'accettazione di questo rischio addizionale. Alcuni di loro hanno minimizzato l'esposizione percepita enfatizzando i benefici della diversificazione. In quest'ottica essi hanno talvolta applicato erroneamente gli strumenti impiegati per analizzare il rischio sui mercati azionari. La deviazione standard dei rendimenti, ad esempio, è stata utilizzata da molti investitori per valutare i guadagni derivanti dalla diversificazione con obbligazioni societarie. Tuttavia, la rilevanza delle perdite per inadempienza fa sì che questa misura simmetrica risulti inadeguata per l'analisi del rischio di credito. Altri investitori hanno presunto di poter smobilizzare l'investimento prima di incorrere in pesanti perdite. Ciò è stato in particolare il caso delle operazioni di carry trade intese a trarre profitto dal basso livello dei tassi a breve. Gli hedge fund e altri investitori con alto grado di leva risultano aver effettuato ingenti speculazioni indebitandosi a breve e investendo i proventi in strumenti a più lungo termine con rendimento più elevato.

... con potenziali ripercussioni avverse

La ricerca di rendimento è un processo che ha abbassato i premi di rischio ricevuti dagli investitori per sostenere il rischio di credito. Nella misura in cui tali premi sono di gran lunga inferiori alle perdite inattese per inadempienza, questo processo può avere conseguenze dannose sia per gli investitori che per gli emittenti. L'insorgenza di perdite insolitamente pesanti può causare difficoltà finanziarie agli investitori non abituati a gestire tali rischi. Ciò potrebbe inoltre innescare una revisione del prezzo del rischio, provocando il ritorno ad ampi spread creditizi e costi di finanziamento più elevati per tutti i mutuatari, compresi quelli il cui merito di credito sta migliorando. Inoltre, i prenditori potrebbero risultare eccezionalmente esposti a un mutamento nella



propensione al rischio degli investitori, e quindi alla perdita improvvisa dell'accesso al mercato. Un tale mutamento potrebbe verificarsi qualora i tassi privi di rischio aumentassero al punto da rendere nuovamente disponibili investimenti a più basso rischio con rendimenti nominali prossimi ai tassi obiettivo degli investitori. L'ampliamento degli spread sulle emissioni sovrane dei mercati emergenti verso la fine del periodo sotto rassegna è in effetti indicativo dell'importanza che il livello generale dei rendimenti nominali riveste per tali spread. Infine, un "pricing" distorto del rischio può arrecare danni all'efficienza economica complessiva attraverso un'errata allocazione delle risorse.