

## 1. Quadro generale degli sviluppi: ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali

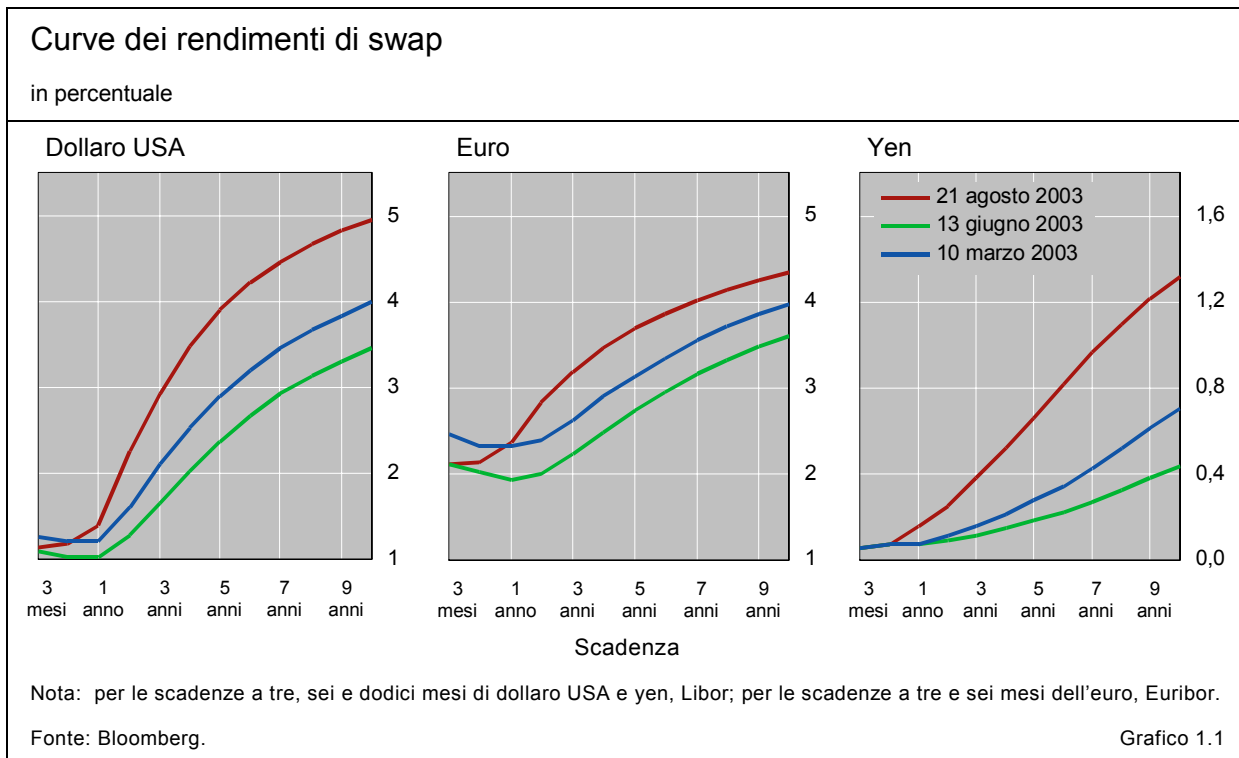
A fine giugno e in luglio i mercati obbligazionari globali sono incorsi nella maggiore ondata di vendite dal 1994. I rendimenti in dollari USA, yen ed euro hanno tutti segnato forti impennate – ben 140 punti base nel caso del dollaro –, rispecchiando in parte le correzioni al rialzo nelle aspettative degli operatori sulle prospettive della crescita mondiale. All'origine di tale incremento potrebbero inoltre esservi state le nuove valutazioni degli investitori obbligazionari circa la probabilità che la Riserva federale statunitense ricorra a misure non convenzionali di politica monetaria.

Sul mercato del dollaro USA il rialzo dei rendimenti è stato accentuato dalle operazioni di copertura messe in atto da detentori di titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). All'aumentare dei rendimenti i flussi di rifinanziamento ipotecario hanno cominciato a prosciugarsi, allungando la durata media finanziaria dei portafogli di MBS al di là degli obiettivi degli investitori. Al fine di ripristinare la duration desiderata, molti di essi si sono rivolti al mercato degli swap su tassi d'interesse, dove la forte domanda in acquisto ha concorso a far raddoppiare gli spread.

La propagazione di questi andamenti ai mercati creditizi e azionari è stata per lo più limitata. Sebbene i differenziali nei comparti "high-yield" ed emergente si siano ampliati man mano che rallentava la corsa ai rendimenti, la volatilità sui mercati dei titoli di Stato e degli swap non ha innescato cessioni generalizzate su quelli del credito. Sui mercati azionari la situazione si è evoluta in modo analogo. Anzi, la crescita dei rendimenti obbligazionari non ha impedito alla borsa di Tokyo di segnare forti rialzi. Le valutazioni delle banche e di quasi tutte le altre istituzioni finanziarie hanno seguito l'andamento degli indici ampi di mercato, a riprova del fatto che gli investitori azionari non nutrivano preoccupazioni circa l'impatto dei più elevati rendimenti sui bilanci di tali imprese.

### Dinamiche insolite all'origine dell'ascesa dei rendimenti

Se è vero che l'accresciuto ottimismo degli investitori riguardo alla crescita dell'economia globale ha svolto un ruolo importante nei recenti rialzi dei rendimenti, a questi hanno altresì contribuito alcuni fattori insoliti, tra cui i



risultati delle aste, i meccanismi di gestione del rischio, la copertura delle esposizioni ipotecarie e le opinioni in merito alle “misure non convenzionali” di politica monetaria. Di conseguenza, i rendimenti sui titoli del Tesoro USA a dieci anni sono balzati dall’esiguo 3,11% del 13 giugno a oltre il 4,40% a fine luglio. Nello stesso periodo i rendimenti sui titoli di Stato giapponesi (JGB) e tedeschi di pari scadenza sono saliti di 50 e 70 punti base, rispettivamente allo 0,93 e al 4,19%. L’aumento è stato particolarmente pronunciato sulle scadenze a più lungo termine, provocando una brusca accentuazione delle curve dei rendimenti (grafico 1.1).

Un aumento così ingente e repentino delle curve a lungo termine non si verificava dal 1994, quando – nel giro di otto settimane a partire dagli inizi di febbraio – i rendimenti decennali sui Treasuries erano balzati di circa 130 punti base, quelli sui Bund di 80 punti e quelli sui titoli di Stato nipponici di 35. Tale movimento era stato accelerato da una svolta nell’orientamento di politica monetaria da parte della Riserva federale, che dopo un lungo periodo di tassi bassi o calanti aveva innalzato il tasso obiettivo di 25 punti base. Benché all’epoca il sistema finanziario globale avesse reagito all’ascesa dei rendimenti in maniera tutto sommato ordinata, emersero nondimeno alcune tensioni. Orange County, un fondo comune con investimenti in titoli di enti locali per \$7 miliardi, fallì nel dicembre 1994 e la crisi messicana scoppiò poco dopo nel corso dello stesso mese. Contrariamente a quanto avvenuto allora, l’ultimo incremento non è intervenuto a seguito di un inasprimento della politica monetaria, giacché le banche centrali di tutte le principali economie hanno continuato a perseguire indirizzi accomodanti.

Il recente aumento dei rendimenti si è prodotto in almeno quattro fasi distinte. Durante la prima fase, dal 13 al 24 giugno, è stato il Giappone ad

L'ondata di vendite sul mercato obbligazionario ...

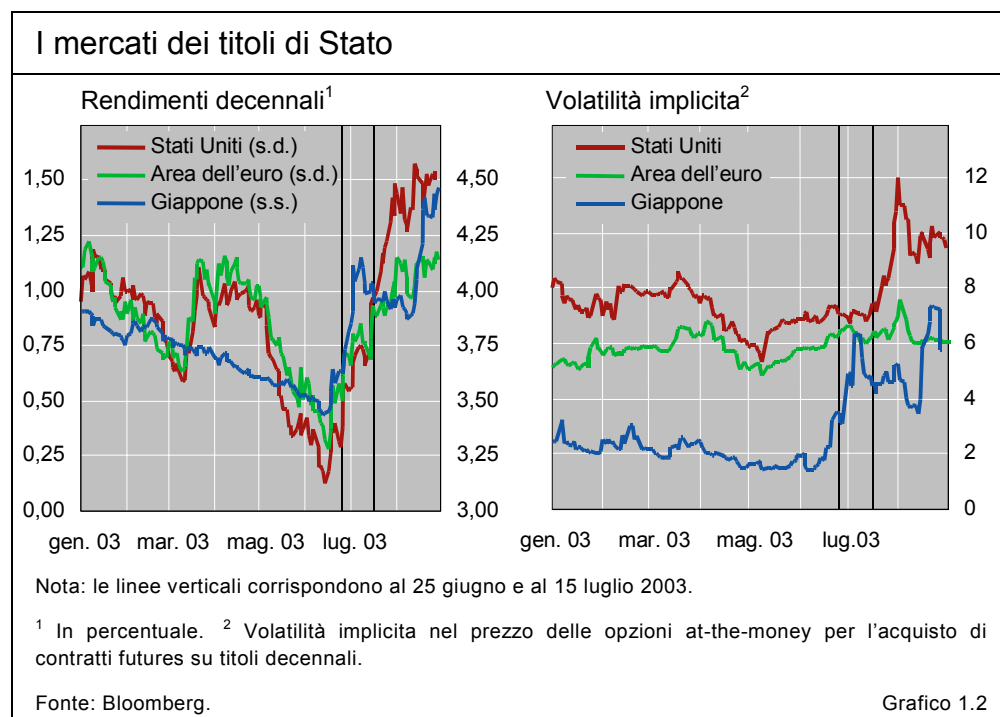
... non è stata causata da un inasprimento della politica monetaria

I rendimenti in yen sono i primi a toccare il punto di svolta

accusare la più intensa ondata di vendite, mentre nella seconda (dal 25 giugno al 14 luglio) il fenomeno si è esteso a tutte le piazze principali. Se durante la terza fase, tra il 15 luglio e gli inizi del mese successivo, i rendimenti in dollari hanno seguitato a salire, nell'ultima – conclusasi alla fine di agosto – sono stati quelli giapponesi a muoversi nuovamente al rialzo.

Nel corso della prima fase, a innescare un notevole incremento dei rendimenti in yen a partire dalla metà di giugno è stata una combinazione di fattori tecnici e notizie macroeconomiche. La mediocre accoglienza riservata all'asta di titoli ventennali lanciata dal governo nipponico il 17 di quel mese avrebbe spinto le banche del paese a realizzare le plusvalenze e gli hedge fund a disinvestire. L'ondata di cessioni durante questa prima fase è culminata con un aumento di 16 punti base dei rendimenti pubblici giapponesi a dieci anni, che il 19 giugno hanno toccato lo 0,69% (grafico 1.2). A causa dell'accresciuta volatilità che ne è conseguita, gli investitori che fanno ampio ricorso alle tecniche quantitative di gestione del rischio (come i modelli value-at-risk) sono incorsi in un superamento dei limiti, che li ha costretti a liquidare le proprie posizioni. Ciò ha esacerbato la dinamica dei prezzi sul mercato dei titoli pubblici nipponici, destinata a rimanere instabile secondo le aspettative degli operatori: la volatilità implicita nei futures su JGB è aumentata della metà in questo periodo, mentre sui mercati dell'euro e del dollaro essa è cresciuta molto più lentamente.

È interessante notare come in questa fase la dinamica dei rendimenti sui JGB paia essere stata influenzata più dalle notizie macroeconomiche estere che non da quelle interne. Tra i fattori che avrebbero contribuito all'aumento sono stati infatti menzionati i dati migliori del previsto sull'economia USA pubblicati nella settimana tra il 16 e il 20 giugno, e in particolare l'Empire State



Manufacturing Survey e il rapporto sull'inflazione al consumo. Peraltro, in quel periodo i dati statunitensi non hanno mancato di spingere al rialzo gli stessi rendimenti in dollari.

Durante la seconda fase un'ulteriore ascesa dei rendimenti è stata innescata dalla decisione adottata il 25 giugno dalla Riserva federale di ridurre il tasso obiettivo di 25 punti base, anziché di 50 come previsto. Nelle opinioni degli operatori tale provvedimento stava a indicare che la Fed non sarebbe probabilmente ricorsa a misure non convenzionali di politica monetaria nell'immediato. In particolare, esso ha modificato le attese circa possibili acquisti di titoli del Tesoro da parte della banca centrale USA allo scopo di mantenere bassi i tassi a lungo termine, eventualità, questa, che aveva alimentato gli scambi sul mercato dei Treasuries all'indomani della riunione ufficiale di maggio. Nei due giorni successivi alla riduzione del tasso i rendimenti pubblici decennali in dollari sono cresciuti di 30 punti base, seguiti a pochi giorni di distanza da quelli in euro e in yen.

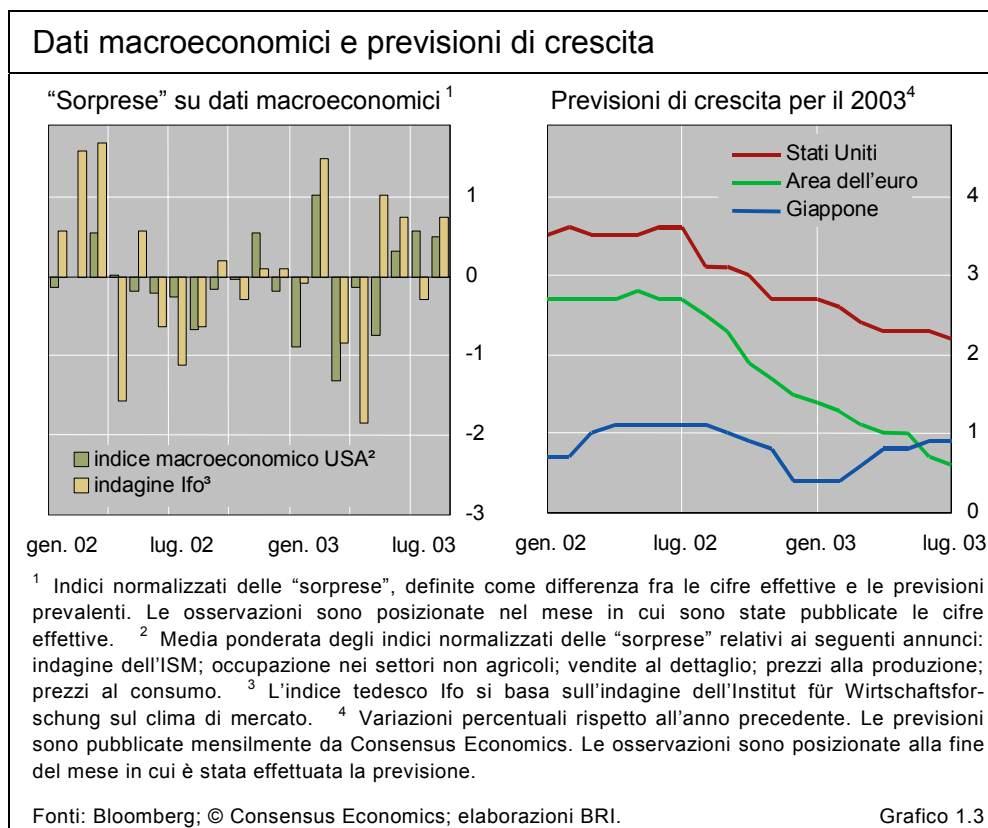
La reazione degli operatori alla decisione della Fed è stata amplificata dagli sviluppi in Giappone. In luglio le vendite di Treasuries e di altri titoli esteri da parte delle banche nipponiche hanno superato gli acquisti per l'ammontare eccezionale di \$25 miliardi. È inoltre probabile che l'ampiezza e la rapidità del balzo di rendimenti e volatilità sul mercato dello yen abbiano predisposto gli investitori all'eventualità di movimenti analoghi in altri importanti mercati.

Sebbene una crescita dell'economia superiore al previsto sia stata spesso citata fra le cause del rialzo dei rendimenti globali, gli annunci macroeconomici non sono stati inequivocabilmente positivi per Stati Uniti ed Europa, tanto è

Appare meno probabile il ricorso a "misure non convenzionali"

Il mercato dello yen amplifica le reazioni alla manovra della Fed

I dati economici non sono fonte di grande sorpresa ...



vero che in giugno e luglio le previsioni degli economisti sulla crescita per il 2003 non sono state riviste verso l'alto (grafico 1.3). Stando ai contrastanti dati sull'economia, i mercati statunitensi del reddito fisso avrebbero risposto in maniera asimmetrica alle notizie macroeconomiche USA, minimizzando quelle sfavorevoli. Ad esempio, il 29 luglio i rendimenti sono saliti nonostante che le cifre sulla fiducia dei consumatori fossero molto più basse del previsto. In ogni caso, gli indicatori economici sono parsi esercitare sui rendimenti un influsso minore rispetto ai timori circa le manovre della Fed e la copertura dei portafogli ipotecari (si veda oltre).

... tranne che in Giappone

Soltanto in Giappone gli indici economici hanno chiaramente indotto movimenti al rialzo. I rendimenti in yen hanno accelerato notevolmente la loro crescita dopo la pubblicazione il 1° luglio dei risultati dell'indagine *Tankan*, più favorevoli di quanto ci si attendesse. Essi si sono impennati nuovamente anche il giorno 3, dopo i deludenti risultati dell'asta sulle obbligazioni decennali. La volatilità infragiornaliera sul mercato dei titoli di Stato nipponici ha toccato il massimo il 4 luglio, allorché il rendimento decennale ha toccato l'1,4% per poi chiudere intorno all'1,05%.

Temporanea stabilizzazione del mercato dello yen

Le manovre correttive messe in atto dalle autorità giapponesi sembrano aver svolto un ruolo importante nel ripristinare la stabilità sul mercato dello yen durante la seconda fase. Nei giorni successivi al 4 luglio il Ministero delle Finanze ha annunciato una serie di misure intese a ridurre la volatilità sul mercato dei titoli di Stato, tra cui la possibilità di effettuare contrattazioni prima dell'offerta in asta e di riacquistare obbligazioni quinquennali. Gli osservatori hanno inoltre sottolineato l'importanza della decisione assunta nel maggio precedente dalla Banca del Giappone di adottare il metodo del costo ammortizzato in luogo del "marking to market" per contabilizzare il debito pubblico nel proprio portafoglio; tale modifica è stata vista come un segnale della disponibilità della banca centrale di accelerare, se del caso, gli acquisti definitivi di titoli di Stato. Ciò ha contribuito alla stabilizzazione del mercato dello yen, e la correlazione fra le variazioni percentuali giornaliere dei rendimenti sui JGB e quelle su Bund e Treasuries si è ridotta considerevolmente dopo il 15 luglio.

Riprendono le vendite di Treasuries a metà luglio ...

La terza fase ha preso avvio il 15 luglio, con il rapporto semestrale sulla politica monetaria USA presentato al Congresso dal Presidente della Riserva federale. Il rapporto e la successiva audizione sono stati interpretati dagli operatori come la conferma di una minore probabilità rispetto al passato che la Fed ricorresse a misure non convenzionali. Nel rilevare come non si profilassero all'orizzonte situazioni tali da richiedere l'adozione di siffatte misure, infatti, il rapporto faceva notare da un lato che, ove necessario, la politica monetaria avrebbe potuto essere allentata ulteriormente con il ricorso al tradizionale strumentario e, dall'altro, che stavano emergendo segni di ripresa. Subito dopo la pubblicazione del rapporto i rendimenti in dollari hanno registrato un aumento: la note decennale ha guadagnato 20 punti base il 15 luglio e ulteriori 55 punti nella seconda parte del mese, quando anche la volatilità implicita nei futures su titoli del Tesoro ha fatto segnare un balzo. Fattori specifici del mercato statunitense, in particolare l'attività di copertura dei portafogli ipotecari, hanno contribuito in maniera rilevante a questa tornata di vendite (si veda oltre).

Sebbene in misura minore rispetto alla seconda fase, durante la terza la dinamica dei rendimenti in euro ha continuato a ricalcare quella statunitense. I rendimenti del Bund sono cresciuti di 30 punti nelle ultime due settimane di luglio, al 3,97%. La volatilità implicita nei futures su questa obbligazione è parimenti aumentata, anche se molto meno rispetto a quella sulla Treasury note.

In Giappone il mercato dello yen non è parso risentire degli andamenti di quello del dollaro durante la terza fase. Tuttavia, in agosto è ripresa l'ondata di vendite, aprendo così la quarta fase: nelle ultime tre settimane del mese i rendimenti dei JGB hanno guadagnato oltre 55 punti, salendo all'1,47%. Ciò è intervenuto sulla scia di dati economici migliori del previsto, tra cui in particolare un sostenuto ritmo di crescita del PIL per il secondo trimestre e gli ingenti ordinativi di macchinari. Un altro fattore all'origine delle forti vendite è stato il diffuso ritorno di hedge fund e altri investitori esteri agli investimenti azionari nipponici, a scapito di quelli in obbligazioni, grazie ai nuovi rialzi delle quotazioni. Le autorità avrebbero acconsentito all'aumento dei tassi indotto dalle migliorate prospettive dell'economia.

... e balzano i rendimenti sui JGB a metà agosto

## Le coperture dei portafogli ipotecari turbano il mercato degli swap

I mercati USA del reddito fisso si distinguono dai loro omologhi mondiali per la dimensione e la struttura del comparto delle obbligazioni ipotecarie. Anche se la volatilità sul mercato obbligazionario statunitense è rimasta pressoché stabile in seguito al primo rialzo dei rendimenti, dopo l'impennata del 15 luglio le operazioni di copertura dei portafogli ipotecari hanno contribuito a modificare la dinamica del mercato. Il forte aumento dei rendimenti a lunga ha bruscamente accresciuto la durata media finanziaria degli MBS statunitensi, spingendo in tal modo i detentori di tali titoli a intensificare gli sforzi per adeguare le relative coperture dal rischio di tasso (cfr. il riquadro a pag. 7). La duration dell'indice ipotecario Lehman, pari a 0,5 anni a metà giugno, è balzata a 1,8 anni a metà luglio e a oltre 3 anni agli inizi di agosto, salendo di 0,4 anni nella sola giornata del 15 luglio. Le manovre volte a coprire questo allungamento sembrano avere avuto sui mercati finanziari USA effetti di retroazione più ampi e profondi di quanto avvenuto in passati episodi di incremento dei rendimenti. Ciò è probabilmente da ascrivere alla crescita dimensionale del mercato degli MBS, in termini sia assoluti che relativi.

Gli effetti di retroazione delle coperture ipotecarie ...

Per effetto di questa attività di copertura sono aumentati tanto gli spread quanto la volatilità. Il rendimento sulla Treasury note decennale è balzato dal 3,72 al 4,41% fra la metà e la fine di luglio, anche a causa delle vendite allo scoperto di titoli pubblici effettuate dai detentori di MBS nell'intento di ridurre la duration dei loro portafogli. Nella seconda metà di quel mese operazioni analoghe hanno fatto raddoppiare a 65 punti i differenziali sugli swap in dollari (grafico 1.4). I mercati degli swap sono anzi sembrati entrare in un circolo vizioso: gli ordini di vendita hanno compresso i prezzi, e i minori prezzi hanno a loro volta sospinto le vendite. Sempre in luglio tali pressioni hanno inoltre provocato un aumento di 30 punti base degli spread sugli MBS, saliti il 4 agosto a un picco di 74 punti.

... contribuiscono a un aumento degli spread sugli swap in dollari

## L'impatto sui mercati finanziari USA dell'attività di copertura dei portafogli ipotecari

Una delle caratteristiche degli odierni mercati finanziari risiede nel fatto che i sistemi di gestione del rischio volti a ridurre la volatilità degli utili o del capitale delle singole istituzioni possono talvolta accrescere la volatilità complessiva dei mercati finanziari. Un esempio particolarmente evidente durante la recente ondata di vendite sui mercati obbligazionari è costituito dalle operazioni di copertura relative ai titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). Sebbene queste operazioni figurassero anche tra le cause dell'ondata di cessioni del 1994<sup>1</sup>, nel 2003 esse sembrano aver avuto un impatto più ampio e profondo che nei passati periodi di volatilità.

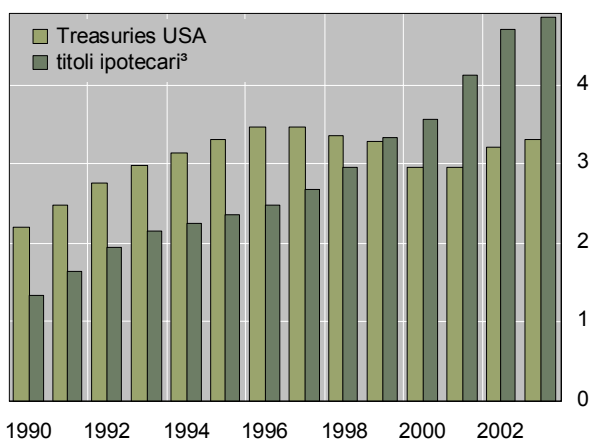
In quale modo il segmento delle ipoteche cartolarizzate può accrescere la volatilità di mercato? A causa del rischio di rimborso anticipato incorporato negli MBS stipulati negli USA – ovvero il rischio che i proprietari di case rifinanzino le ipoteche prima della scadenza stabilita –, i movimenti dei tassi d'interesse provocano spesso cambiamenti significativi nella durata media degli MBS o, più precisamente, nella duration calcolata tenendo conto dell'opzione di rimborso. Ad esempio, quando i tassi d'interesse aumentano i debitori saranno meno propensi a rifinanziare le ipoteche, il che tende ad allungare la duration degli MBS. Gli investitori in questi strumenti gestiscono in genere le esposizioni ai movimenti di tasso coprendo i loro portafogli con titoli di Stato, swap o derivati collegati. Nell'esempio citato, essi potrebbero tutelarsi da un aumento dei tassi vendendo titoli del Tesoro allo scoperto sul mercato a pronti o futures su Treasuries, ovvero acquistando uno swap o un'opzione che garantisca loro la facoltà di pagare la contropartita a tasso fisso in uno swap. Le variazioni nella duration degli MBS possono pertanto accentuare i movimenti dei prezzi su altri mercati.

Negli ultimi anni il potenziale impatto dell'attività di copertura dei detentori di MBS su altri segmenti dei mercati obbligazionari è cresciuto a causa dei mutamenti nella struttura del mercato ipotecario e di quelli ad esso collegati. Anzitutto, la dimensione stessa del comparto ipotecario costituisce attualmente fonte di vulnerabilità. Negli USA il settore degli MBS è raddoppiato dal 1995, ed è oggi il più grande mercato del reddito fisso al mondo: a fine marzo 2003 lo stock di questi strumenti era pari a \$4,9 trilioni, contro i \$3,3 trilioni dei Treasuries (cfr. grafico). Una repentina ricomposizione dei portafogli di MBS potrebbe ripercuotersi sulla capacità di market-making degli intermediari.

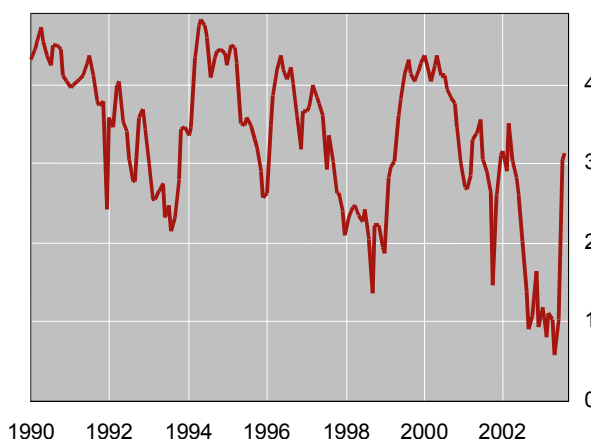
In secondo luogo, l'elevato numero di rifinanziamenti effettuati a partire dal 2000 ha prodotto una concentrazione dei portafogli verso MBS che offrono remunerazioni simili: ad esempio, il 70% dei titoli inseriti da Lehman Brothers nell'indice MBS USA a tasso fisso corrisponde una cedola compresa tra il 5,5 e il 6,5%. Tale concentrazione ha fatto sì che la reattività di questi titoli ai cambiamenti nei tassi di mercato sia stata analoga per molti portafogli di MBS, il che accresce la probabilità di un'improvvisa e generalizzata ricomposizione in caso di mutamento dei tassi d'interesse.

Infine, su alcuni mercati accessori, come quello degli swap, la concentrazione dell'attività di copertura OTC presso un ristretto numero di dealer sembra aver reso tali mercati più vulnerabili a perdite di liquidità. In periodi di elevata volatilità è sufficiente che uno di questi dealer superi i limiti di rischio e ridimensioni la propria attività di market-making perché l'intero mercato subisca un prosciugamento di liquidità. Ed è proprio quello che sarebbe accaduto il 1° agosto, quando la carenza di liquidità ha provocato un'impennata dei differenziali sugli swap in dollari.

Ammontari in essere<sup>1</sup>



Duration<sup>2</sup>



<sup>1</sup> In trilioni di dollari USA. <sup>2</sup> Duration modificata aggiustata dell'indice Lehman Brothers dei titoli USA a reddito fisso garantiti da ipoteca; dati di fine mese. <sup>3</sup> MBS emessi da agenzie e privati, più obbligazioni ipotecarie assistite da garanzia.

Fonti: Bond Market Association; Lehman Brothers.

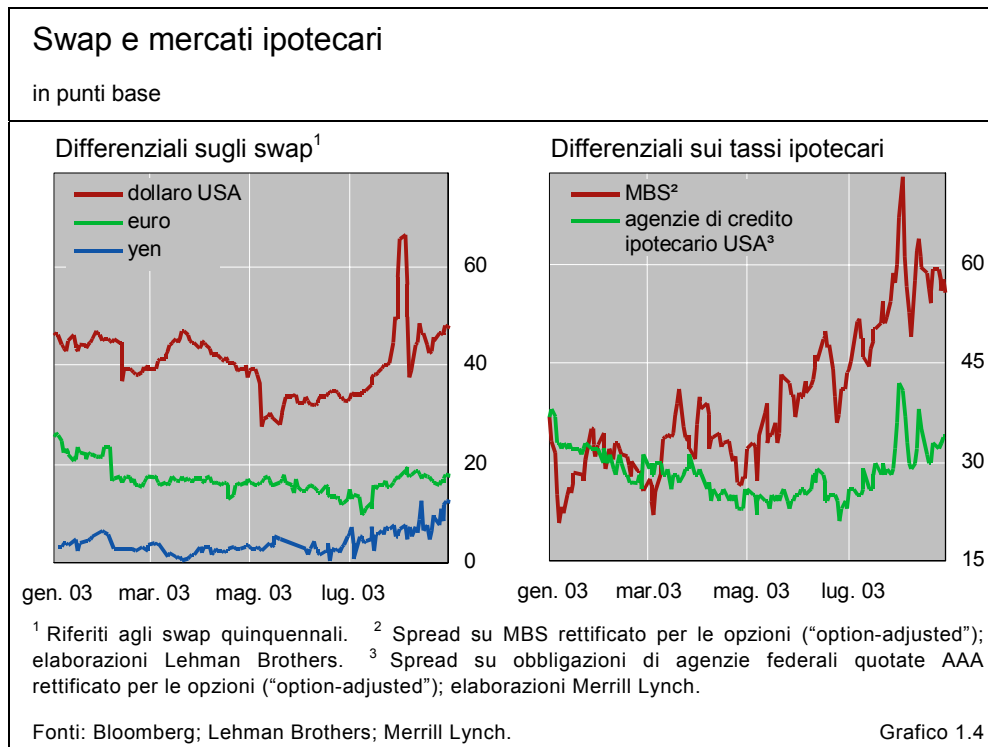
<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, J. Fernald, F. Keane e P. Mosser, "Mortgage security hedging and the yield curve", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, estate-autunno 1994.

I mercati collegati al comparto ipotecario sono stati particolarmente volatili nei giorni a cavallo fra luglio e agosto. L'ampliamento dei differenziali su swap ha portato diversi dealer a oltrepassare i limiti di rischio e, di conseguenza, a ridimensionare la propria attività. Data la forte concentrazione del mercato degli swap nelle mani di pochi grandi operatori, ciò ha causato un rapido deterioramento delle condizioni di liquidità, che ha a sua volta reso più difficoltosa la copertura degli MBS, costringendo i detentori a vendere titoli. Il risultato è stato un ulteriore aumento degli spread su tali strumenti.

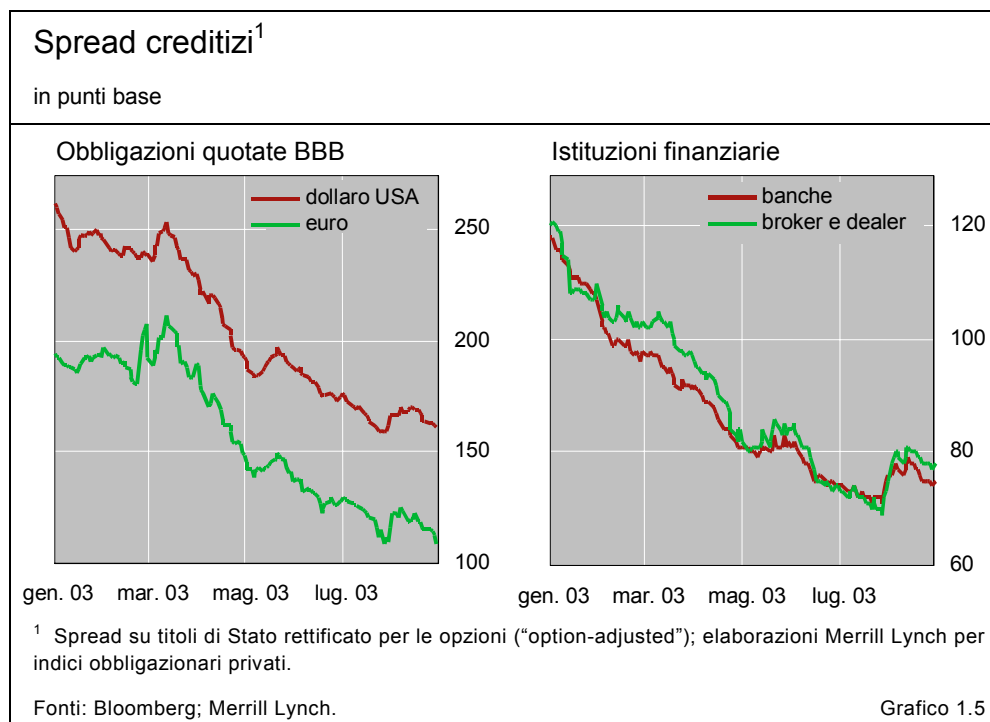
Fatto insolito, anche le aste dei titoli del Tesoro USA hanno contribuito ad accentuare la volatilità agli inizi di agosto. In genere, gli annunci dei risultati delle aste non influiscono in modo particolare sui rendimenti nel mercato dei Treasuries. Nondimeno, il 5 agosto i rendimenti sulla note decennale hanno guadagnato 10 punti base alla notizia dello scarso successo dell'asta del bond triennale. Le offerte successive hanno incontrato migliore accoglienza, riportando i rendimenti su livelli più bassi.

Un altro sviluppo di rilievo è stato il fatto che gli spread creditizi sono stati influenzati in misura solo modesta dagli andamenti sui mercati degli swap e dei crediti ipotecari. In alcuni passati episodi di estrema volatilità del mercato, in particolare durante la crisi di LTCM nel 1998, i differenziali creditizi sui titoli del Tesoro USA avevano avuto la tendenza ad ampliarsi almeno quanto quelli sugli swap. Gli scarti di rendimento fra titoli privati e pubblici sono effettivamente aumentati a fine luglio, a riprova del fatto che gli spread societari si sono in certa misura adeguati ai differenziali di swap, ma tale aggiustamento è stato limitato (grafico 1.5). Se misurati rispetto agli swap, gli spread creditizi risultano anzi diminuiti. I credit default swap sono rimasti più o meno invariati.

Modesto impatto  
sugli spread  
creditizi







Gli spread sui titoli di qualità bancaria sono stati favoriti dai segni di un miglioramento nella qualità creditizia. Nel secondo trimestre 2003 i profitti societari hanno continuato a recuperare, le insolvenze sono diminuite e l'incidenza degli avanzamenti di rating sui declassamenti ha toccato il massimo dal 1999. Di conseguenza, la lunga fase ascendente dei mercati creditizi iniziata nell'ottobre 2002 è proseguita sino a fine luglio. Dopo il calo di 110 punti fra metà ottobre e inizio maggio, gli spread fra titoli societari USA con tripla B e Treasuries hanno perso altri 25 punti base fra i primi di maggio e fine luglio, scendendo a 160 punti.

La relativa immobilità dei mercati creditizi sembra confermare la natura tecnica dell'aumento dei differenziali su swap a fine luglio. Gli investitori in titoli societari avrebbero riconosciuto che il fenomeno era stato ampiamente causato dalle coperture ipotecarie e non rispecchiava un aumento nel rischio di credito complessivo. Mentre i passati episodi di incremento di tali spread, come durante la richiamata crisi di LTCM, si sono accompagnati a un mutamento nella percezione del rischio, in questa occasione i differenziali sui default swap delle grandi istituzioni finanziarie sono rimasti praticamente invariati.

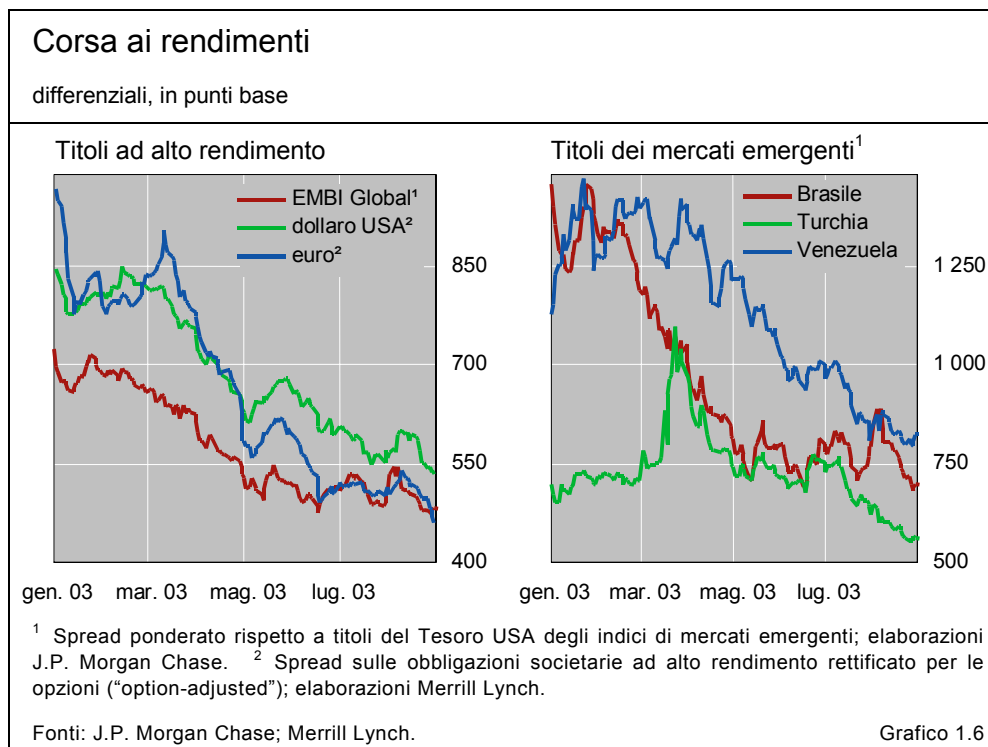
Hanno fatto eccezione le agenzie USA di credito ipotecario Fannie Mae e Freddie Mac, gli operatori di gran lunga più attivi sul mercato statunitense dei prestiti immobiliari, che fra giugno e luglio hanno visto accrescersi nettamente i costi del finanziamento. Le rivelazioni di irregolarità contabili e le presunte debolezze nel governo societario di Freddie Mac avevano già messo sull'avviso investitori e dealer circa possibili carenze nella gestione del rischio attuata dalle due agenzie. La rapidità e l'ampiezza dell'allungamento della duration hanno acuito tali preoccupazioni. A fine luglio i differenziali fra i titoli dei due enti federali quotati AAA e le obbligazioni governative sono cresciuti di 10 punti base, a 40 punti.

La relativa calma sui mercati del credito ha contribuito a stabilizzare quelli degli swap e dei prestiti ipotecari ai primi di agosto. Gli operatori in derivati creditizi, in particolare, hanno approfittato delle opportunità di arbitraggio offerte dall'ampliamento degli spread sugli swap di tasso d'interesse. Una strategia diffusa sul mercato dei derivati su crediti è quella di acquistare un'obbligazione e la relativa protezione a fronte dello stesso emittente, speculando sulla differenza fra lo spread sul titolo e quello sul default swap, che è spesso inferiore. Taluni operatori si coprono dal rischio di tasso connesso con l'acquisto del titolo sottoscrivendo un contratto swap. Quando lo scarto fra titoli societari e swap su tassi d'interesse è diminuito a fine luglio, gli operatori che avevano adottato questa strategia hanno realizzato guadagni vendendo le obbligazioni e liquidando gli swap. Ciò ha contribuito a riequilibrare la domanda e l'offerta sul mercato degli swap di tasso. Agli inizi di agosto gli spread su swap, MBS e titoli delle agenzie ipotecarie sono tutti scesi dai loro massimi, benché a livelli ancora superiori a quelli di un mese prima. È diminuita anche la volatilità implicita dei titoli del Tesoro.

Stabilizzazione dei mercati di swap e prestiti ipotecari in agosto

## Rallenta la corsa ai rendimenti

Sebbene sui mercati del credito non vi siano state vendite generalizzate, è nondimeno rallentata la corsa ai rendimenti. Dopo nove mesi di afflussi, a cavallo fra luglio e agosto gli operatori hanno disinvestito dai fondi comuni USA ad alto rendimento. Anzi, secondo le statistiche di AMG Data Services, nella prima settimana di agosto si è concentrato il maggior deflusso di fondi mai registrato nei confronti di tali società d'investimento.



Aumentano gli spread sul debito ad alto rendimento ...

Allo stesso tempo, un'impennata nelle emissioni ha contribuito a frenare le aspettative di un abbassamento del grado di leva nel settore societario, che avevano favorito la riduzione degli spread nei mesi precedenti. Sono in particolare aumentati i collocamenti delle società a più basso rating, che hanno cercato di avvantaggiarsi dei bassi costi della raccolta. Ne è conseguita una spinta al rialzo degli spread sul debito ad alto rendimento (grafico 1.6). In aggiunta a ciò, durante il periodo in esame sono parimenti cresciute in modo marcato le emissioni annunciate di obbligazioni di qualità bancaria. Un importante esempio in tal senso è stato il cospicuo pacchetto di prestiti lanciato a fine giugno da General Motors e dalle sue affiliate finanziarie, destinato – a quanto sembra – a colmare un insufficiente finanziamento dello schema pensionistico (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito”).

... e quelli sui prestiti dei mercati emergenti ...

Gli investitori hanno preso le distanze anche dal debito dei mercati emergenti. In effetti, le condizioni di raccolta dei mutuatari di quest'area hanno cominciato a deteriorarsi intorno a metà giugno, con oltre un mese di anticipo rispetto a quelle del mercato dei titoli societari ad alto rendimento. L'indice EMBI Global ha toccato un minimo record di 476 punti base il 17 giugno, cui sono seguite ulteriori vendite, sospinte anche dai maggiori rendimenti sui Treasuries. Il Brasile è stato il paese più colpito: lo spread sui prestiti pubblici è aumentato di circa 200 punti base fra la metà di giugno e gli inizi di agosto, e il real ha perso il 6% nei confronti del dollaro USA, scendendo a 3,07. Persino mercati emergenti di qualità bancaria come Messico e Sudafrica hanno subito un ampliamento dei differenziali.

Notizie positive sui versanti economico e politico hanno concorso a un certo rientro degli spread sui titoli emergenti nei primi giorni di agosto. A fine luglio Standard & Poor's ha innalzato il rating di Turchia e Venezuela di un grado, rispettivamente a B e B-. Agli inizi del mese successivo il governo brasiliano ha ottenuto dal Parlamento l'approvazione delle riforme sul sistema pensionistico del pubblico impiego. Nelle Filippine i differenziali sul debito erano balzati di 50 punti verso la fine di luglio in seguito a una rivolta di alcuni membri delle forze armate; la pronta azione del governo per mantenere l'ordine, tuttavia, ha determinato anche in questo paese una flessione degli spread.

... ma sembrano da escludersi serie difficoltà di raccolta

L'aumento dei costi della raccolta – dovuto sia ai più ampi spread sia ai maggiori rendimenti – non dovrebbe comunque creare serie difficoltà ai mercati emergenti. Agli inizi di quest'anno molti prenditori avevano provveduto a finanziarsi in vista di un rialzo dei rendimenti. Le emissioni nette di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari emergenti nei primi sei mesi del 2003 hanno superato di quasi il 30% quelle del corrispondente periodo dell'anno precedente (cfr. “I mercati internazionali dei titoli di debito”). Va inoltre notato che tali emittenti si rivolgono sempre più spesso ai mercati obbligazionari locali per far fronte al loro fabbisogno di finanziamento (cfr. lo studio monografico “Evoluzione dei nesi fra mercati maturi ed emergenti”).

In realtà, il rallentare della corsa ai rendimenti potrebbe avere risvolti non necessariamente negativi per alcune economie emergenti. Gli afflussi di capitali a breve termine avevano esercitato pressioni al rialzo su talune valute dell'area, pressioni che avevano a loro volta minacciato di indebolire la crescita

dell'export. Di conseguenza, taluni paesi hanno provveduto a estendere i controlli ai capitali in entrata, o a rimuoverli su quelli in uscita. In particolare, l'Argentina ha introdotto controlli sull'ingresso di fondi a breve in maggio, mentre la Cina ha allentato in giugno le restrizioni sulle esportazioni di capitali, seguita il mese successivo dalla Thailandia.

## Le azioni bancarie seguono l'andamento dei mercati azionari

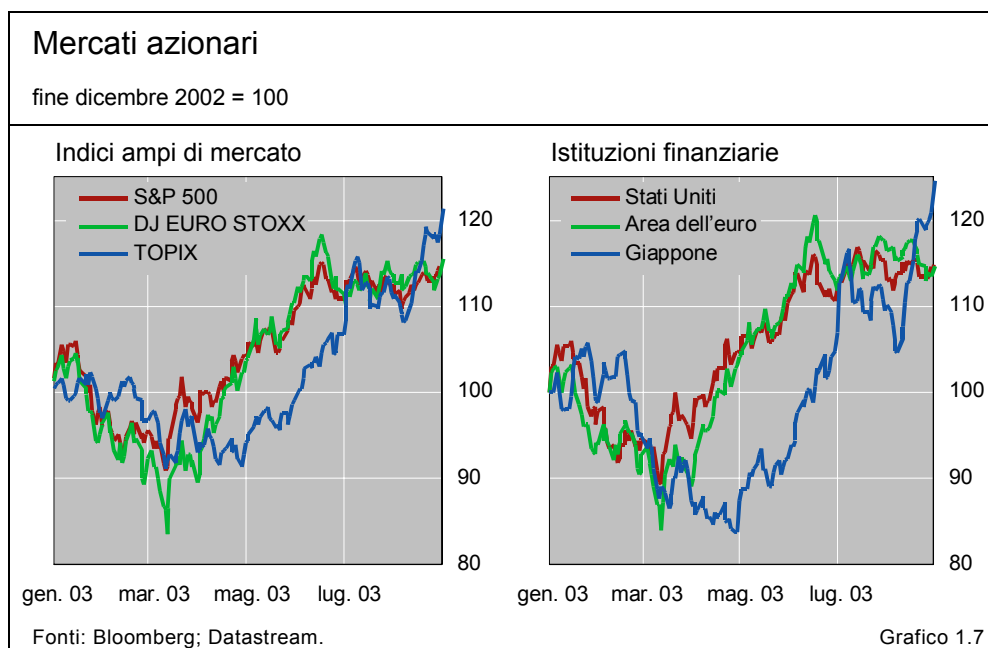
Le ingenti vendite sui mercati del reddito fisso non hanno avuto grosse ripercussioni dirette su quelli azionari. Le borse valori di Stati Uniti ed Europa avevano registrato forti rialzi in aprile e maggio, sospinte dalle aspettative di una ripresa della crescita economica. Nella misura in cui l'ascesa dei rendimenti ha rispecchiato attese analoghe, gli investitori obbligazionari non avrebbero fatto altro che allinearsi all'ottimismo dei loro omologhi azionari.

Va rilevato come il settore finanziario abbia seguito da vicino l'andamento generale del mercato azionario nonostante l'inversione di tendenza dei tassi a lungo termine. Le quotazioni di Fannie Mae e Freddie Mac avevano subito un calo ai primi di giugno dopo le rivelazioni di irregolarità a livello di governo societario, e di nuovo nella seconda metà di luglio, a causa della volatilità dei mercati ipotecari. Tuttavia, i prezzi azionari della maggior parte delle altre istituzioni finanziarie statunitensi ed europee sono rimasti sostanzialmente invariati, a conferma del fatto che gli operatori non nutrivano particolari preoccupazioni circa la vulnerabilità dei bilanci di tali istituti.

I rialzi dei mercati azionari di Stati Uniti ed Europa hanno segnato il passo in luglio, nonostante che le stime dell'avversione effettiva al rischio degli investitori continuassero a declinare (grafico 1.7). L'avversione al rischio è sembrata seguire, piuttosto che precedere, gli andamenti rilevanti del mercato. Persino i risultati economici generalmente superiori alle attese non sono riusciti a sostenere la fase rialzista. Gli investitori sono parsi sempre più scontare le

I mercati azionari preservano i guadagni precedenti

Le quotazioni finanziarie ignorano l'inversione dei tassi



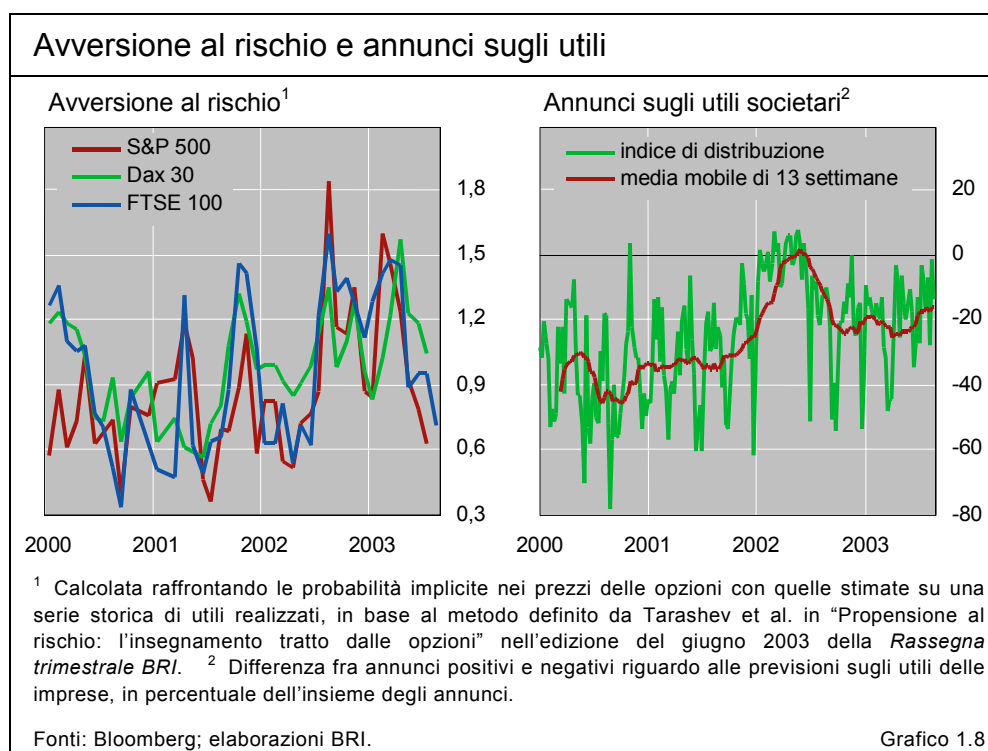
previsioni degli analisti di un'ulteriore accelerazione della crescita degli utili nell'ultima parte dell'anno, e confidare negli annunci sui profitti futuri delle imprese (grafico 1.8). Un esempio al riguardo è fornito dall'annuncio il 5 agosto del previsto calo negli utili di Costco, una società USA di distribuzione al dettaglio, cui ha fatto seguito una contrazione del listino di borsa.

Risultati migliori per i mercati asiatici ...

Fra maggio e agosto i mercati asiatici hanno fatto per lo più registrare risultati migliori di quelli statunitensi ed europei. In Giappone, notizie economiche sorprendentemente positive hanno contribuito a un incremento di quasi il 20% del TOPIX tra la fine di maggio e la fine di agosto. Ampi movimenti al rialzo hanno accolto la diffusione dell'indagine *Tankan* il 4 luglio e quella dei dati sul PIL per il secondo trimestre il 12 agosto. Gli investimenti sul mercato azionario nipponico sono stati visti come una manovra globale in funzione reflazionistica, e come tali hanno attratto cospicui capitali dall'estero. Si è osservata la tendenza ad associare i mercati ribassi degli indici giapponesi durante il periodo ai deludenti annunci sugli utili del settore tecnologico USA, e ciò suffraga l'ipotesi secondo cui il mercato nipponico continua in ultima analisi a dipendere dalle prospettive di ripresa degli Stati Uniti.

... e per le banche giapponesi

Le banche giapponesi hanno messo a segno una performance persino migliore di quella degli indici generali. Il mercato avrebbe dato per scontato che le eventuali perdite sui titoli obbligazionari nei bilanci bancari dovute all'inversione dei rendimenti sarebbero state più che compensate dai guadagni sui loro portafogli azionari e dal calo delle insolvenze su crediti. Anche alcune imprese in difficoltà hanno superato le quotazioni medie di borsa. La ricapitalizzazione pubblica di Resona, il quinto gruppo bancario nipponico, annunciata in maggio a condizioni relativamente benevole per gli azionisti esistenti, è stata interpretata come il segnale che i debitori in posizione più



debole sarebbero stati tutelati dal rischio di fallimento grazie al sostegno fornito dal governo al sistema bancario.

Altri mercati asiatici che nei primi mesi dell'anno avevano registrato guadagni notevolmente inferiori a quelli di USA ed Europa hanno recuperato terreno a partire da maggio. Nei quattro mesi fino ad agosto le borse di Thailandia, India e Taiwan hanno segnato rialzi di oltre il 30% in termini di valuta locale. I timori sulla SARS, che avevano pesantemente intaccato il clima di mercato agli inizi di quest'anno, si sono affievoliti al diminuire delle cifre sul contagio. A sostegno dei mercati è intervenuto anche il perdurante vigore delle esportazioni dalla regione.