

Frank Packer

+41 61 280 8449

frank.packer@bis.org

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

philip.wooldridge@bis.org

1. Quadro generale degli sviluppi: i segnali di crescita sospingono la fiducia degli investitori

I diffusi segnali di una ripresa dell'economia globale in autunno hanno favorito un miglioramento della fiducia degli investitori. Soprattutto in ottobre i rendimenti sono aumentati, è ripresa la dinamica ascendente dei listini azionari e gli spread si sono ridotti tanto nel comparto societario quanto nell'area emergente. I mercati dei cambi, che avevano subito oscillazioni insolitamente brusche dopo una riunione del G7 in settembre, sono tornati a stabilizzarsi e l'impatto della volatilità su altri mercati si è rivelato solo modesto.

La fiducia verso i mercati emergenti è stata ulteriormente sostenuta da una serie di innalzamenti del merito di credito: nel solo mese di ottobre dieci prenditori sovrani – principalmente asiatici – hanno beneficiato di un aumento del rating. Attratti dalle favorevoli condizioni di finanziamento, nel terzo trimestre 2003 i mutuatari di paesi emergenti hanno raccolto sul mercato internazionale dei titoli di debito \$19 miliardi, l'importo più elevato degli ultimi due anni.

In taluni mercati sono emerse potenziali fonti di preoccupazione, ma si è trattato di casi isolati. Il declassamento di alcune imprese automobilistiche ha posto in evidenza le vulnerabilità di questo segmento particolarmente volatile del mercato delle obbligazioni private. L'arresto di un noto imprenditore russo ha suscitato negli investitori perplessità circa la recente promozione del paese al rango della qualità bancaria. Infine, le presunte frodi nel settore dei fondi comuni hanno rischiato di intaccare l'ottimismo degli investitori azionari.

Si intensificano le pressioni sul dollaro

L'indebolimento
del dollaro in
settembre ...

Il clima sui mercati valutari è mutato sensibilmente in settembre. Il dollaro, che si era rafforzato nei confronti dell'euro e aveva dato prova di buona tenuta rispetto allo yen e ad altre valute asiatiche durante l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari in estate, ha accusato un netto deprezzamento. A innescare le pressioni sulla valuta USA è stata la diffusione di dati peggiori del previsto sull'economia statunitense, come il calo di 95 000 occupati nei settori non agricoli nel mese di agosto, annunciato il 5 settembre.

... si accentua dopo
la riunione del G7

Le pressioni al ribasso sul dollaro sono state ulteriormente acute dal comunicato stampa diramato il 20 settembre a conclusione del summit dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G7 a Dubai, che

poneva l'accento sull'auspicabilità di tassi di cambio più flessibili. Sebbene il comunicato non fosse inteso a impartire uno specifico indirizzo ai mercati, molti operatori vi hanno scorto un appello per un dollaro più debole.

In particolare, dopo il vertice di Dubai gli operatori hanno riconsiderato la possibilità di un aggiustamento delle valute asiatiche rispetto al dollaro. Mentre l'euro aveva guadagnato il 13% nei confronti del biglietto verde nei dodici mesi prima del 20 settembre, la gran parte delle monete asiatiche si era apprezzata molto meno (grafico 1.1), e ciò nonostante che i fondamentali dell'economia indicassero come la ripresa della regione dopo l'epidemia di SARS dei mesi precedenti fosse più rapida di quanto inizialmente prefigurato. In taluni ambienti finanziari e politici questa mancanza di flessibilità valutaria è stata percepita come un ostacolo a un ordinato aggiustamento del deficit del conto corrente USA. Il comunicato di Dubai è stato pertanto interpretato come un segnale secondo cui i paesi asiatici avrebbero dovuto assumersi parte dell'onere dell'aggiustamento, lasciando apprezzare le proprie valute. Nei giorni successivi alla riunione gli operatori hanno spinto in alto yen, baht thailandese e won coreano rispetto al dollaro, e le aspettative circa il futuro valore del renminbi cinese e del dollaro di Hong Kong hanno anch'esse registrato un marcato cambiamento.

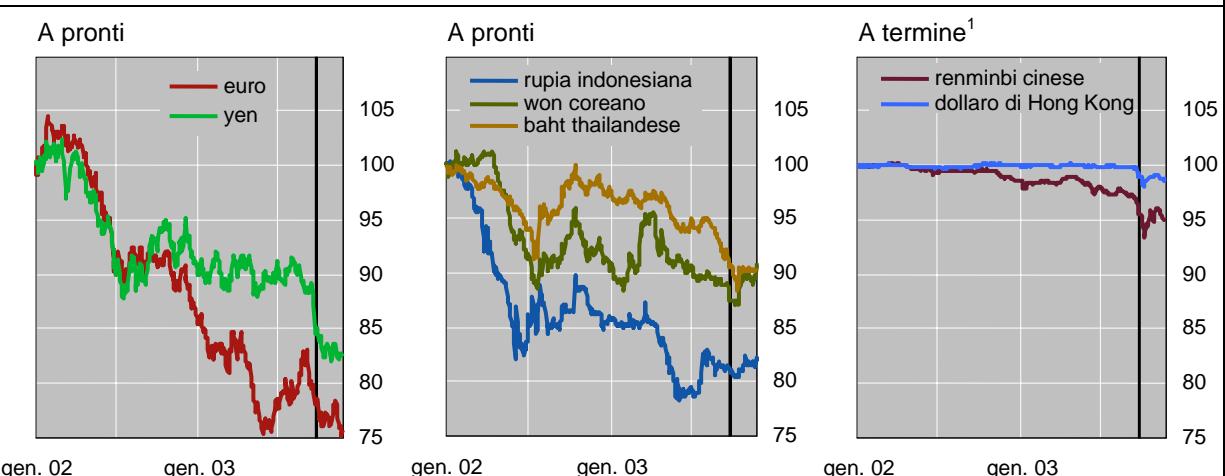
Le pressioni sulle valute asiatiche si sono allentate nel giro di poche settimane. In ottobre le notizie macroeconomiche provenienti dagli Stati Uniti sono state sorprendentemente positive, spingendo gli operatori a coprire le posizioni corte in dollari. Il rapporto sull'occupazione per quel mese ha dato il via a una serie di annunci che confermavano un rafforzamento dell'economia USA; alla fine di ottobre i dati sul PIL per il terzo trimestre indicavano un'espansione dell'economia statunitense pari a ben il 7,2%.

Marcato aggiustamento nei confronti delle valute asiatiche ...

... ma le pressioni sono di breve durata

Tassi di cambio rispetto al dollaro USA

1° gennaio 2002 = 100



Nota: le linee verticali corrispondono al 22 settembre 2003.

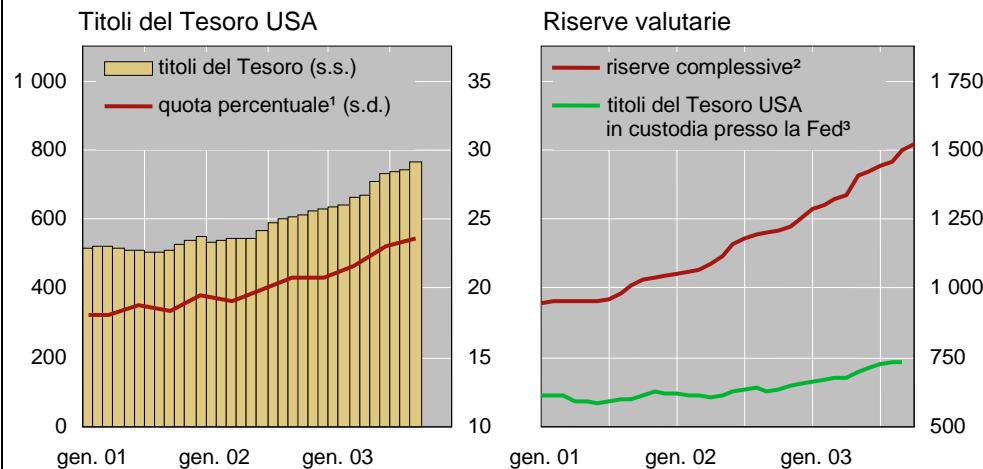
¹ Tasso a dodici mesi; per il renminbi, tasso su NDS ("non-deliverable forward").

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico 1.1

Disponibilità dei residenti asiatici in titoli del Tesoro USA

in miliardi di dollari USA



Nota: per residenti asiatici si intendono i residenti di Cina, Corea, Hong Kong SAR, Giappone, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia.

¹ Disponibilità dei residenti asiatici in titoli del Tesoro USA, in percentuale delle consistenze in essere detenute da privati. ² Riserve valutarie detenute dalle autorità ufficiali asiatiche. ³ Titoli del Tesoro USA detenuti in custodia presso la Federal Reserve USA per conto di istituzioni ufficiali estere, incluse banche centrali (asiatiche e non).

Fonti: Dipartimento del Tesoro USA; Federal Reserve Board USA; FMI.

Grafico 1.2

Continuano gli interventi sui mercati dei cambi in Asia

All'allentamento delle pressioni ha contribuito altresì il protrarsi degli interventi valutari messi in atto dalle autorità finanziarie asiatiche per arginare possibili apprezzamenti delle loro monete. Il Ministero delle Finanze giapponese ha reso noto di aver autorizzato in settembre la vendita di un ammontare senza precedenti di yen, oltre 4 trilioni, in contropartita di valute estere. Nell'intento di alleviare le tensioni sul baht, il 14 ottobre la banca centrale thailandese ha annunciato l'istituzione di un massimale sui depositi interni a breve di non residenti, nonché l'eliminazione di ogni forma di remunerazione su tali depositi. Al tempo stesso, i residenti asiatici hanno continuato ad acquistare ingenti quantitativi di titoli del Tesoro USA in settembre, anche se le sottoscrizioni nette complessivamente effettuate da investitori esteri sono scese al livello più basso dalla crisi finanziaria mondiale del 1998. A fine settembre circa un quarto delle consistenze in essere di Treasuries era detenuto da soggetti asiatici, tra cui banche centrali e altre istituzioni ufficiali, che ne sono state le principali acquirenti (grafico 1.2).

L'euro riprende ad apprezzarsi

Pur essendosi stabilizzata rispetto alle divise asiatiche poco dopo il vertice di Dubai, la valuta USA ha perso ulteriore terreno nei confronti dell'euro. Tra il 20 settembre e il 28 novembre il cambio euro/dollaro si è apprezzato del 6%, toccando il picco di 1,20. Oltre ai dati macroeconomici sempre più positivi provenienti dall'area dell'euro, gli operatori sembrano aver puntato la loro attenzione sullo squilibrio corrente USA e sulle controversie commerciali in atto quali possibili indicazioni a sostegno di un rafforzamento dell'euro.

Scarsi effetti di propagazione dai mercati dei cambi a quelli del reddito fisso

La propagazione della volatilità dai mercati valutari a quelli obbligazionari è stata limitata. Se i timori circa la domanda estera di titoli USA hanno contribuito ad aumentare di 5 punti base i rendimenti in dollari nella giornata operativa successiva al comunicato di Dubai, a determinare la dinamica di tali rendimenti sono state in genere le altalenanti prospettive economiche statunitensi. A causa di una serie di dati più deboli del previsto, a fine settembre i rendimenti swap a dieci anni in dollari risultavano diminuiti di quasi 60 punti base rispetto a un mese prima (grafici 1.3 e 1.4). Essi sono tuttavia tornati a guadagnare una trentina di punti in ottobre, all'aumentare dei segnali di un rafforzamento dell'economia USA.

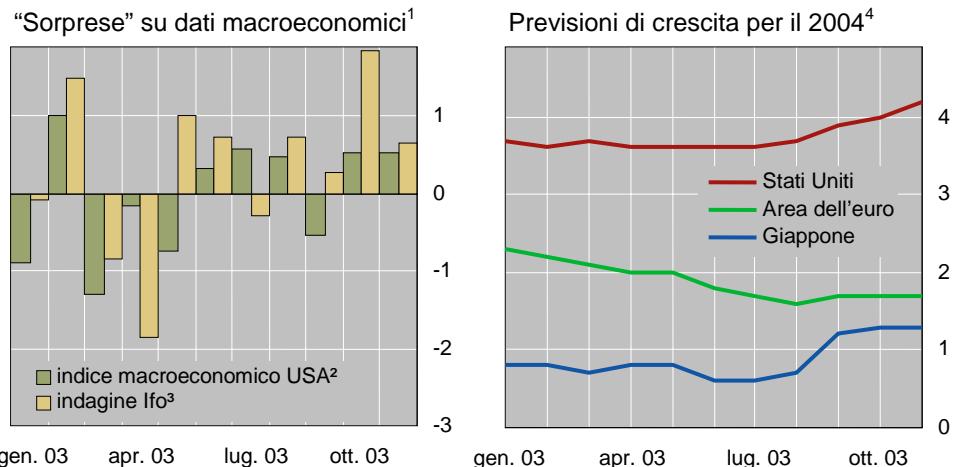
Anche i rendimenti in euro non hanno risentito degli sviluppi sui mercati dei cambi, e sono sembrati prescindere dagli andamenti economici dell'area. Per tutto il bimestre settembre-ottobre i rendimenti in euro si sono mossi pressoché in sintonia con quelli in dollari. In settembre hanno ripiegato verso il basso, in apparente controtendenza con dati macroeconomici generalmente migliori del previsto; in ottobre hanno seguito la dinamica rialzista dei rendimenti in dollari, sebbene le previsioni di crescita per l'economia europea fossero state ritoccate meno di quelle per gli Stati Uniti.

La volatilità dei mercati valutari ha invece prodotto effetti occasionali sul mercato del reddito fisso in yen, che sono però prontamente rientrati. Ad

I rendimenti in dollari rispecchiano le prospettive macroeconomiche USA ...

... e quelli in euro si muovono in sintonia

Dati macroeconomici e previsioni di crescita



¹ Indici normalizzati delle “sorprese”, definite come differenza fra le cifre effettive e le previsioni prevalenti. Le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state pubblicate le cifre effettive. ² Media ponderata degli indici normalizzati delle “sorprese” relativi ai seguenti annunci: indagine dell'ISM; occupazione nei settori non agricoli; vendite al dettaglio; prezzi alla produzione; prezzi al consumo. ³ L'indice tedesco Ifo si basa sull'indagine dell'Institut für Wirtschaftsforschung sul clima di mercato. ⁴ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente. Le previsioni sono pubblicate mensilmente da Consensus Economics. Le osservazioni sono posizionate alla fine del mese in cui è stata effettuata la previsione.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.3

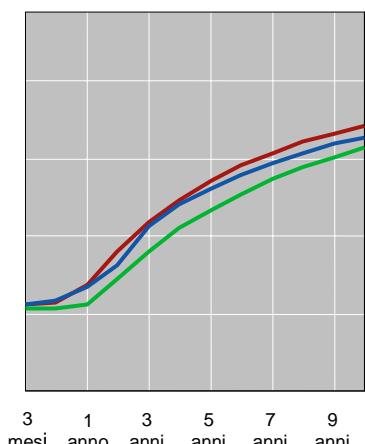
Curve dei rendimenti di swap

in percentuale

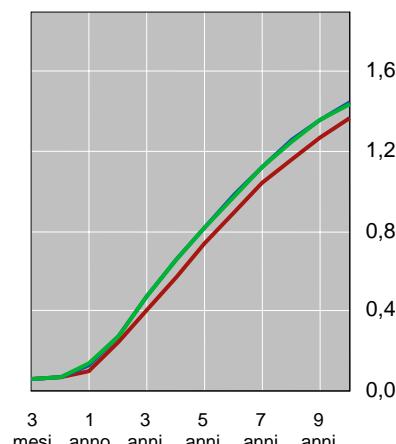
Dollaro USA



Euro



Yen



Nota: per le scadenze a tre, sei e dodici mesi di dollaro USA e yen, Libor; per le scadenze a tre e sei mesi dell'euro, tasso sui depositi in euro.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.4

Crescono i rendimenti in Giappone, nonostante il rafforzamento dello yen

esempio, i rendimenti swap a dieci anni in yen hanno perso 11 punti base subito dopo il comunicato di Dubai, nel timore che una moneta più forte potesse pregiudicare la ripresa nipponica; essi sono tuttavia tornati sui livelli precedenti nel giro di pochi giorni. Anche se lo yen si era apprezzato dell'8% sul dollaro nei due mesi a partire da ferragosto, a metà ottobre i rendimenti swap decennali erano tornati pressappoco sui valori preesistenti, all'1,4%. Sulla scia di una favorevole indagine *Tankan*, di una produzione industriale robusta e di altri indicatori superiori alle attese, gli investitori obbligazionari avrebbero ritenuto che la ripresa in Giappone fosse sufficientemente radicata da poter tener testa agli effetti di un rafforzamento dello yen.

Iniziative delle banche centrali per chiarire gli indirizzi di politica monetaria

Gli sforzi attuati dalle banche centrali per chiarire gli orientamenti futuri della politica monetaria potrebbero aver contribuito a prevenire ulteriori rialzi dei rendimenti. A chiusura della riunione di agosto del Federal Open Market Committee, la dichiarazione secondo cui sarebbe stato possibile mantenere un orientamento accomodante per un periodo di tempo considerevole è stata interpretata da molti operatori come il segnale che, inflazione permettendo, la Federal Reserve non avrebbe aumentato i tassi d'interesse quand'anche la crescita dell'economia fosse rimasta per alcuni trimestri al disopra del tasso tendenziale. Il 10 ottobre la Banca del Giappone ha rilasciato un comunicato con cui precisava la propria intenzione di mantenere la politica di allentamento quantitativo almeno fino a quando le variazioni annue dell'indice "core" dei prezzi al consumo non si fossero attestate su valori nulli o positivi per alcuni mesi e la maggioranza del Policy Board non pronosticasse per tale indice una variazione superiore allo zero nel periodo di previsione. Anche la forte domanda di obbligazioni in dollari da parte di autorità finanziarie asiatiche e di altri investitori in titoli di debito internazionali ha contribuito a limitare l'impatto

dei movimenti valutari sui rendimenti in dollari (cfr. il riquadro nella sezione “Il mercato internazionale dei titoli di debito”).

Il calo dei rendimenti ai primi di settembre avrebbe inoltre contribuito a riportare l’ordine nei processi di regolamento sul mercato Pct statunitense, dove il numero di operazioni non perfezionate era cresciuto notevolmente in luglio e agosto. Vista l’onda di vendite sul mercato dei titoli governativi, sembra che taluni operatori avessero cercato di assumere posizioni corte prendendo a prestito la Treasury note decennale dell’emissione corrente (“on-the-run”) sul mercato Pct e vendendola contestualmente in via definitiva. In molti casi, tuttavia, al momento della consegna questi speculatori non sono riusciti a reperire il titolo poiché ben pochi investitori erano disposti a cederlo. Ne è ovviamente conseguito un elevato numero di transazioni non perfezionate. Al diminuire dei rendimenti agli inizi di settembre, tali operazioni allo scoperto sono divenute meno significative, e il numero di “mancati regolamenti” è diminuito nettamente.

Nonostante le rassicurazioni delle banche centrali, le numerose notizie positive di ottobre hanno indotto un mutamento nelle attese degli operatori circa il timing di futuri incrementi dei tassi ufficiali per l’euro e il dollaro. A fine ottobre i mercati dei futures scontavano già inasprimenti di almeno 50 punti base da parte sia della Fed sia della BCE entro la metà del 2004. Per converso, la maggioranza degli economisti continuava a ritenere poco probabile un aumento dei tassi prima della fine di quell’anno. Fra le principali banche centrali la prima a intervenire è stata la Reserve Bank of Australia, innalzando il policy rate di 25 punti base il 5 novembre, seguita il giorno dopo dalla Banca d’Inghilterra.

I mercati dei futures scontano un inasprimento entro la metà del 2004

I mercati emergenti beneficiano di un aumento dei rating

Dopo un anno di declino, interrotto durante l'estate a causa della volatilità nei mercati obbligazionari, gli spread creditizi sono tornati a calare in autunno. La liquidità potrebbe avere svolto un ruolo in tal senso, giacché a fine settembre e in ottobre gli investitori hanno convogliato importi considerevoli nei fondi comuni USA ad alto rendimento dopo i prelievi di inizio agosto. Rispetto ai Treasuries, i differenziali delle obbligazioni societarie USA quotate BBB sono scesi di circa 14 punti base tra il 1° ottobre e il 21 novembre, quelli dei titoli in dollari ad alto rischio di una settantina di punti e quelli del debito di mercati emergenti di 42 (grafico 1.5).

Diminuiscono gli spread creditizi

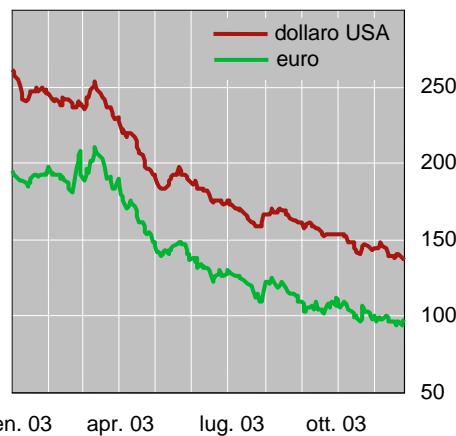
Il periodo sotto rassegna è stato straordinariamente positivo per i rating sovrani, specie in Asia (grafico 1.6). Nel solo mese di ottobre dieci prenditori – Cina, Grecia, Hong Kong SAR, Indonesia, Macao SAR, Malaysia, Pakistan, Russia, Thailandia e Turchia – sono stati “promossi” da almeno una delle tre più importanti agenzie internazionali di valutazione. Le principali motivazioni comunemente addotte a sostegno della decisione sono stati il miglioramento dei fondamentali di finanza pubblica e l'aumento delle riserve. I due gradi guadagnati dalla Russia, innalzata da Moody's al rango della qualità bancaria, sono tanto più spettacolari se si considera che solo cinque anni fa il paese si era dichiarato insolvente.

Numerosi i soggetti sovrani “promossi” dalle agenzie di rating in ottobre

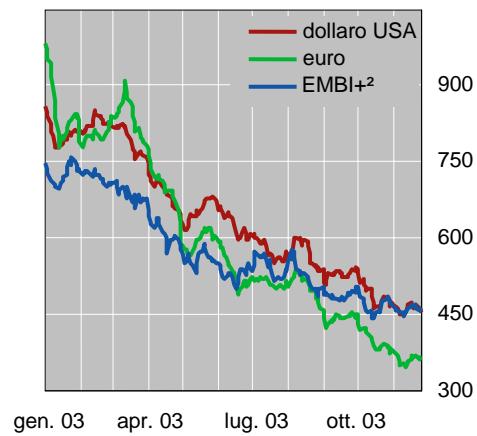
Spread creditizi¹

in punti base

Obbligazioni BBB



Titoli ad alto rendimento



¹ Spread su titoli di Stato rettificato per le opzioni ("option-adjusted"); elaborazioni Merrill Lynch per indici obbligazionari privati. ² Spread ponderato fra strumenti debitori sovrani e Treasuries; elaborazioni J.P. Morgan Chase.

Fonti: Bloomberg; J.P. Morgan Chase; Merrill Lynch.

Grafico 1.5

Asia: netta riduzione degli spread sui titoli di qualità bancaria ...

... a fronte di una forte domanda di titoli

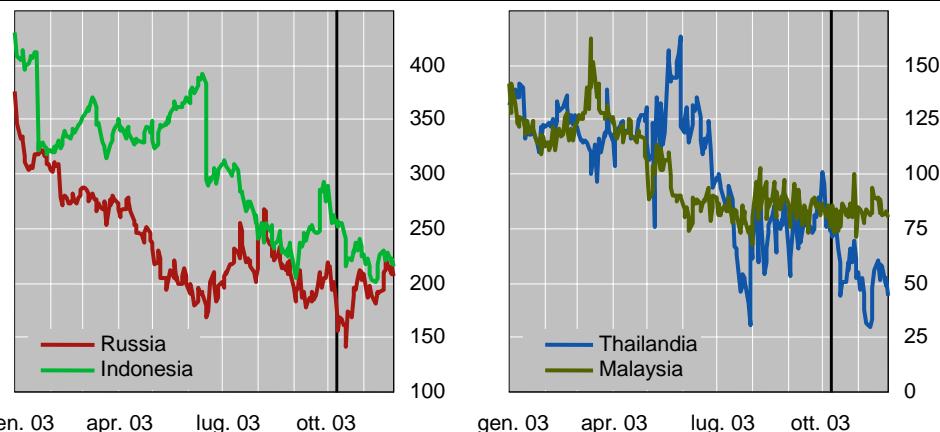
Gli avanzamenti dei prenditori sovrani paiono essere stati anticipati da un calo dei differenziali creditizi, con un effetto di annuncio evidente solo nel caso della Russia. In Asia gli spread sui titoli sovrani di qualità bancaria si sono ridotti nel periodo in esame a livelli storicamente bassi, ben inferiori a quelli precedenti la crisi finanziaria del 1997–98. Le segnalazioni circa l'intensificarsi delle indagini a carico della maggiore società petrolifera russa Yukos, culminate con l'arresto del suo presidente, hanno innescato a partire da metà ottobre una brusca corsa alle vendite sui mercati azionari e obbligazionari del paese. Entrambi i listini, tuttavia, si sono poi stabilizzati sui livelli registrati poco prima dell'innalzamento del rating. Da notare, inoltre, che gli eventi in Russia non hanno avuto alcun impatto su altri mercati emergenti.

Non tutti i titoli di mercati emergenti sono stati interessati dal calo degli spread. Le obbligazioni filippine sono state negoziate a prezzi inferiori a causa del protrarsi delle incertezze politiche, e quelle colombiane per i perduranti problemi di natura fiscale. In genere, tuttavia, la continua ricerca di maggiori rendimenti ha mantenuto la domanda di titoli emergenti su livelli più che bastevoli a soddisfare un'offerta di obbligazioni internazionali in costante aumento (cfr. "I mercati internazionali dei titoli di debito"). L'aggressiva politica di prezzo sul prestito pubblico cinese da \$1,5 miliardi lanciato in ottobre costituisce un esempio significativo della robustezza della domanda, specie di titoli asiatici; circa la metà dell'emissione sarebbe stata collocata presso investitori dell'Asia.

Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sia le obbligazioni "investment grade" che quelle ad alto rendimento sono state anch'esse sostenute dai segnali di un miglioramento della qualità creditizia nel periodo sotto rassegna. Ai sempre più numerosi annunci di risultati reddituali positivi nel settore societario si è

Spread dei mercati emergenti¹ e “upgrade” di ottobre

in punti base



Nota: le linee verticali indicano un innalzamento del rating sul credito sovrano da parte di Standard & Poor's o Moody's. L'8 ottobre 2003 Moody's ha aumentato il rating della Russia da Ba2 a Baa3 e Standard & Poor's quelli di Indonesia (da B- a B), Thailandia (da BBB- a BBB) e Malesia (da BBB+ ad A-).

¹ Rispetto ai titoli del Tesoro USA.

Fonti: Bloomberg; Datastream; J.P. Morgan Chase; Moody's; Standard & Poor's.

Grafico 1.6

accompagnato un nuovo calo degli indici di insolvenza. Alla fine del terzo trimestre la media mobile sui dodici mesi dell'incidenza delle inadempienze sul totale degli emittenti di grado speculativo è scesa al 5,7%, il livello più basso in poco meno di tre anni.

I mercati creditizi non sono però rimasti del tutto immuni dalla volatilità. Nelle ultime settimane di ottobre gli spread si sono ampliati drasticamente sia per il settore automobilistico che per le finanziarie a esso collegate, dopo la decisione di Standard and Poor's di declassare a sorpresa DaimlerChrysler e di porre Ford e la sua affiliata finanziaria sotto osservazione. In taluni ambienti si è persino paventato il potenziale impatto sistematico che un eventuale declassamento di Ford al disotto della qualità bancaria avrebbe prodotto sui mercati finanziari. Con \$130 miliardi di debito non garantito, Ford Motor Credit figura tra le maggiori società di finanziamento a livello mondiale, e le sue obbligazioni rappresentano una quota significativa nei portafogli di numerosi investitori (cfr. riquadro seguente). Ma l'annuncio di S&P il 12 novembre, secondo cui le prospettive sul rating di Ford potevano considerarsi stabili dopo la squalifica a BBB-, ha ridotto i timori di un imminente declassamento al livello di “junk bond”. In realtà, i differenziali sul debito della compagnia automobilistica sono scesi ai valori osservati prima che essa fosse posta sotto osservazione.

I declassamenti nel settore automobilistico aumentano la volatilità

Le azioni riprendono a salire grazie ai forti profitti

Le migliorate prospettive economiche hanno impresso ulteriore slancio ai mercati azionari globali a partire dai primi di settembre. Dopo aver oscillato da

I rating creditizi delle grandi società di finanziamento

Eli Remolona e Dimitrios Karampatos

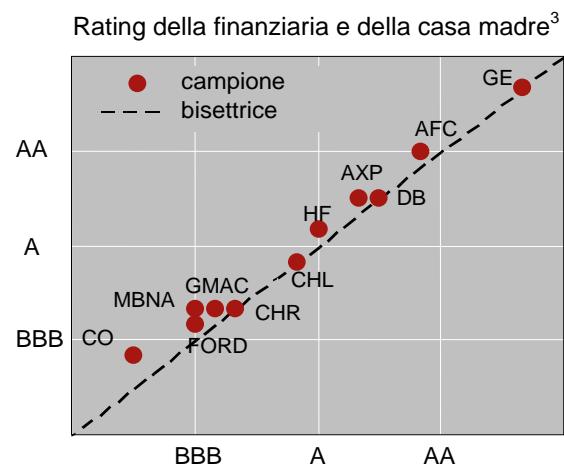
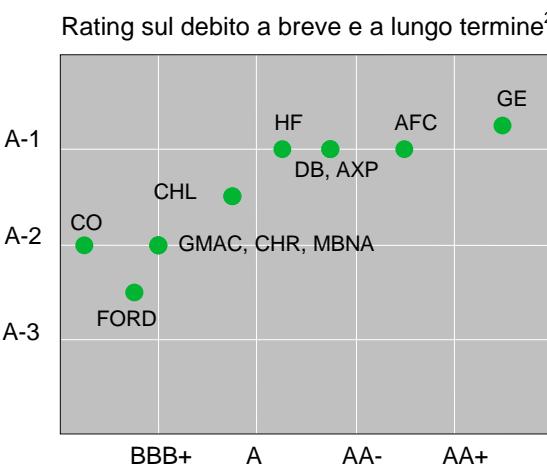
Le società di finanziamento figurano tra i maggiori emittenti di obbligazioni private. È questo il caso di Ford Motor Credit. Alla luce del suo recente declassamento, ci si chiede quale rilevanza assumano i rating creditizi per le grandi imprese di questo tipo. Ford Motor Credit è inoltre la sussidiaria finanziaria di un'importante società industriale, da questa interamente controllata, ed è interessante analizzare il ruolo della casa madre nella valutazione di una sua affiliata finanziaria.

Negli Stati Uniti le società di finanziamento costituiscono un gruppo eterogeneo di intermediari finanziari. Alla stregua delle banche commerciali, esse erogano credito a famiglie e imprese. A differenza degli istituti bancari, tuttavia, non raccolgono fondi, e non sono pertanto soggette alla regolamentazione e alla vigilanza previste per le istituzioni di deposito. Secondo la più recente indagine della Riserva federale, a metà del 2000 il settore delle società di finanziamento USA deteneva attività finanziarie per \$1 trilione, pari a un quinto delle dimensioni aggregate delle banche commerciali statunitensi¹. Il settore è inoltre caratterizzato da un'elevata concentrazione: ne fanno parte circa mille società, ma quasi il 70% dei crediti complessivi fa capo ad appena venti di esse.

Non avendo accesso ai depositi quale fonte di finanziamento, le grandi finanziarie si rivolgono massicciamente al mercato dei titoli di debito, mentre quelle di minori dimensioni ricorrono al credito bancario. Il mercato delle obbligazioni societarie rappresenta la principale fonte di finanziamento del settore, cui fornisce almeno un terzo del fabbisogno complessivo di fondi, seguito dal mercato della commercial paper (CP), con il 18% circa.

Il ricorso ai mercati obbligazionari rende i rating creditizi estremamente importanti per le grandi finanziarie USA. Essi determinano infatti il costo del finanziamento, e quindi anche i termini in base ai quali tali società possono competere con altri intermediari finanziari². Si utilizzano rating a breve termine nel mercato della CP e a lungo termine in quello delle obbligazioni societarie.

Rating delle grandi società di finanziamento statunitensi¹



¹ Media dei rating di Standard & Poor's e Moody's a fine novembre 2003. AFC: Associates First Capital; AXP: American Express; CHL: Countrywide Home Loans; CHR: DaimlerChrysler Financial Services; CO: Capital One Bank; DB: Discover Bank; FORD: Ford Motor Credit; GE: General Electric Capital; GMAC: General Motors Acceptance Corporation; HF: Household Finance; MBNA: MBNA America Bank. ² Sul debito a breve in ordinata, sul debito a lunga in ascissa. ³ Sul debito a lunga della finanziaria in ordinata, sul debito a lunga della casa madre in ascissa.

Fonte: Bloomberg.

¹ Per una trattazione dettagliata dell'indagine, cfr. K. E. Dynan, K. W. Johnson e S. M. Slowinski, "Survey of finance companies, 2000", *Federal Reserve Bulletin*, gennaio 2002, pagg. 1-14. ² Per un'analisi sui modi in cui le società di finanziamento competono con le banche, cfr. E. M. Remolona e K. C. Wulfkuhler, "Finance companies, bank competition and niche markets", *FRBNY Quarterly Review*, estate, 1992, pagg. 25-38.

La regolare raccolta di fondi sul mercato della CP presuppone di fatto un elevato rating sul debito a breve termine, per esempio il P-1 di Moody's o l'A-1 di Standard & Poor's. Un rating inferiore costituirebbe un grave handicap, dal momento che i fondi comuni d'investimento del mercato monetario – i principali investitori sul mercato della CP – sono soggetti per legge a rigidi massimali sulla detenzione di attività a basso rating^⑧. Vi è una certa corrispondenza fra rating sul debito a breve e su quello a lungo termine. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico, un rating a lungo termine pari ad A tende a fungere da linea di demarcazione fra i rating a breve elevati e quelli bassi. Quando agli inizi del 2002 le maggiori finanziarie di gruppi automobilistici vennero declassate al disotto di questa linea, esse furono estromesse dal mercato della CP (anche se potevano sempre emettere CP garantita da attività cartolarizzando crediti) e costrette a ricorrere più massicciamente al mercato delle obbligazioni societarie.

Le maggiori imprese di finanziamento sono in genere sussidiarie di altre società; il merito di credito della casa madre costituisce per loro la più importante determinante singola del rating sul debito a lungo termine^⑨. Le tre grandi finanziarie di gruppi automobilistici sono di fatto sussidiarie “vassallo” (“captive”), nel senso che la loro attività consiste principalmente nel concedere credito per finanziare la produzione della rispettiva casa madre. In occasione del declassamento di Ford Motor Credit annunciato da Standard and Poor's nel novembre scorso, a giustificazione della decisione è stato semplicemente addotto che “i rating di Ford Motor Credit rispecchiano quelli della casa madre, Ford Motor Co”. Come si evince dal diagramma di destra del grafico, su un campione di 11 grandi finanziarie casa madre e sussidiaria ricevono nella maggior parte dei casi lo stesso rating. Laddove ciò non avviene e la casa madre non è a sua volta un intermediario finanziario, è in genere la sussidiaria a ottenere il rating più elevato. Qualora soltanto la sussidiaria sia un'istituzione finanziaria, questa ha più interesse della casa madre a ricevere un alto rating, e i legami finanziari tra le due imprese vengono spesso strutturati in modo da favorire il rating della sussidiaria^⑩.

Nel lungo periodo i rating creditizi si rivelano cruciali per la sopravvivenza di una grande società di finanziamento. Poiché essi determinano il costo della raccolta, una società di questo tipo non può continuare indefinitamente a operare con rating inferiori a quelli della concorrenza (a meno che la casa madre non disponga di risorse sufficienti e non sia disposta a sovvenzionarla). Nel 1990, ad esempio, Chrysler Financial era la quarta maggiore finanziaria in termini di crediti, pari a circa la metà di quelli di Ford Motor Credit. Tuttavia, essa era stata appena declassata a BBB–, mentre due delle sue concorrenti, GMAC e la stessa Ford Motor Credit, erano ancora quotate AA–, così come buona parte delle grandi banche commerciali operanti nel finanziamento del settore automobilistico. In conseguenza di ciò, Chrysler Financial ha perso costantemente terreno fino al 1998, anno in cui la casa madre si è fusa con Daimler-Benz; a quell'epoca, le sue dimensioni si erano ridotte a meno di un quinto di quelle di Ford Motor Credit.

^⑧ In base a una disposizione del 1991 della Securities and Exchange Commission USA, i fondi comuni d'investimento del mercato monetario non possono investire più del 5% del loro portafoglio in CP a basso rating. ^⑨ Tale risultato è stato dimostrato empiricamente da Remolona e Wulfekuhler (1992). ^⑩ Questi legami finanziari possono includere lettere di patronage o clausole contrattuali che vietano alla casa madre di attingere dal capitale della sussidiaria finanziaria.

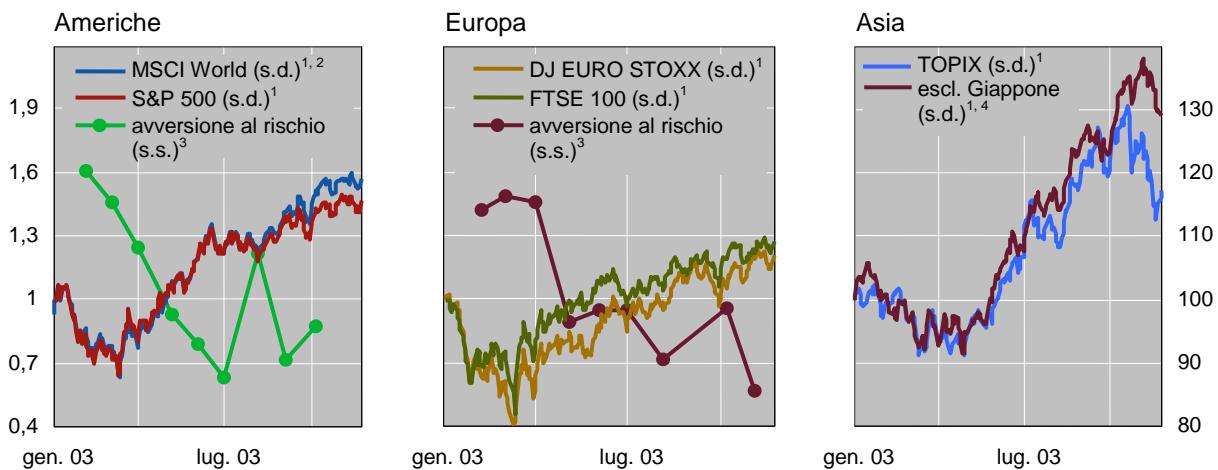
metà giugno a fine agosto entro un intervallo ristretto, fra il 29 agosto e il 28 novembre l'MSCI World Index è salito dell'8% (grafico 1.7). Molti mercati emergenti hanno fatto registrare progressi a due cifre; in particolare, Argentina, Brasile e Turchia hanno guadagnato oltre il 30%, portando al 37% l'aumento complessivo dell'indice rispetto al minimo toccato il 12 marzo scorso.

Nei principali mercati l'ottimismo degli investitori è stato alimentato da un'accelerazione nella crescita degli utili. Nel terzo trimestre i profitti unitari segnalati dalle società ricomprese nell'indice S&P 500 sono aumentati del 20% su base annua, un tasso significativamente superiore alle iniziali previsioni degli analisti e all'11% del secondo trimestre. I margini di profitto sono stati

Ritorno a una generale fase rialzista sui mercati azionari ...

... mentre accelera la crescita degli utili

Mercati azionari



¹ Fine dicembre 2002 = 100. ² In dollari USA. ³ Calcolata raffrontando le probabilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'S&P 500 e l'FTSE 100, rispettivamente, con quelle stimate su una serie storica di utili realizzati, in base al metodo definito da Tarashev et al. in "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", nell'edizione del giugno 2003 della Rassegna trimestrale BRI. ⁴ Indice MSCI in valuta locale.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 1.7

sospinti da ulteriori tagli dei costi: la produttività nei settori dell'industria e dei servizi USA è cresciuta in misura sbalorditiva nel periodo in esame, guadagnando ben l'8%. In molti settori, specie quelli collegati alla tecnologia, sono aumentate anche le vendite. Nonostante la recente volatilità nei mercati obbligazionari, le banche d'investimento hanno registrato utili sorprendentemente elevati.

Pur segnalando una crescita migliore delle attese nelle vendite e negli utili del terzo trimestre, molte imprese – fra cui Cisco, Amazon e altre società di primo piano – hanno fatto rilevare l'incertezza delle prospettive per il 2004. Negli Stati Uniti gli annunci negativi sui profitti futuri hanno continuato a superare quelli positivi (grafico 1.8).

Gli investitori negli Stati Uniti, tuttavia, sono sembrati scontare tali avvertimenti, dando prova di una fiducia nelle prospettive economiche maggiore di quella delle imprese. Sebbene a fine settembre i mercati azionari USA abbiano risentito di indicatori macroeconomici peggiori del previsto, ogni incertezza è stata fugata dagli annunci di ottobre. Riflettendo sia la volatilità attesa dei rendimenti di mercato sia l'avversione al rischio degli investitori, la volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari è scesa a cavallo fra ottobre e novembre a livelli insolitamente bassi: il 16% per l'S&P 100, contro una media del 23% nei primi nove mesi di quest'anno (grafico 1.8). Le stime dell'avversione effettiva al rischio desunte dai prezzi di queste opzioni sono di fatto rimaste contenute (grafico 1.7). L'impressionante ascesa delle quotazioni azionarie nel 2003 è sembrata sostenere una crescente propensione al rischio.

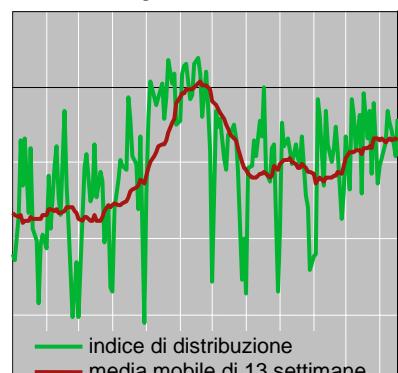
A differenza dei loro omologhi sui mercati USA, gli investitori azionari in Giappone sono parsi sempre più incerti riguardo al futuro. In alcuni casi i listini azionari nipponici hanno fatto registrare oscillazioni giornaliere eccezionalmente ampie anche in assenza di notizie significative. Ad esempio, il

Gli investitori USA danno prova di una maggiore fiducia rispetto alle imprese

Gli investitori giapponesi mettono in discussione le valutazioni del mercato

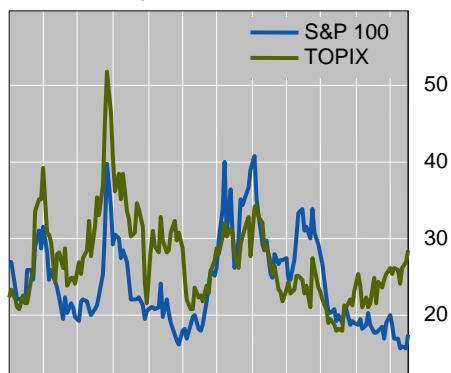
Annunci sugli utili e volatilità dei mercati azionari

Annunci sugli utili USA¹



gen. 01 gen. 02 gen. 03

Volatilità implicite²



gen. 01 gen. 02 gen. 03

¹ Differenza fra annunci positivi e negativi delle imprese relativi alle previsioni sugli utili, in percentuale del totale degli annunci. ² Volatilità implicite delle opzioni call sull'indice; medie settimanali.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 1.8

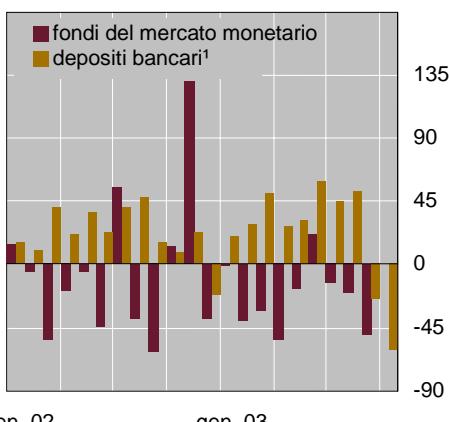
23 ottobre il TOPIX ha perso il 5% senza un motivo apparente; nelle settimane successive l'indice è tornato a salire, per poi flettere nuovamente agli inizi di novembre. Si direbbe che questa volatilità abbia rispecchiato l'accrescere delle perplessità sulle valutazioni prevalenti; in particolare, si è dubitato che il miglioramento dei fondamentali dell'economia nipponica fosse tale da giustificare i progressi del TOPIX, cresciuto del 25% dalla fine di aprile.

Un aspetto degno di nota è che la fiducia degli investitori non è stata intaccata dalle indagini avviate presso alcune delle istituzioni chiave che sostengono il funzionamento dei moderni mercati finanziari. A metà del 2002 le

Flussi di portafoglio USA

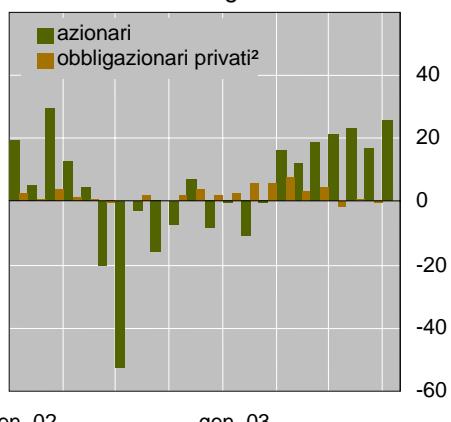
in miliardi di dollari USA

Assimilabili al contante



gen. 02 gen. 03

Fondi comuni a lungo termine



gen. 02 gen. 03

¹ Variazione mensile destagionalizzata nello stock di fondi depositati presso banche commerciali negli Stati Uniti. ² Inclusi fondi ad alto rendimento.

Fonti: Federal Reserve Board USA; Investment Company Institute.

Grafico 1.9

Le accuse di frode
turbano il settore
dei fondi comuni

rivelazioni sulle irregolarità contabili e nel governo societario di alcune primarie imprese avevano scosso le borse valori. Per contro, nel settembre scorso gli interrogativi sollevati dalla governance del New York Stock Exchange – il più grande e liquido mercato azionario al mondo – e le dimissioni del suo presidente non paiono aver deteriorato il clima di fiducia. Sempre a partire da settembre accuse di frode hanno turbato il settore dei fondi comuni, suscitando preoccupazioni in merito a una possibile liquidazione delle attività da parte dei fondi incriminati per far fronte ai rimborsi. Negli Stati Uniti la maggior parte degli investitori al dettaglio detiene quote di fondi comuni, e questo settore amministra attività per oltre \$7 trilioni. Gli organi federali di controllo, insieme alla Securities and Exchange Commission, hanno accusato taluni fondi di aver compiuto operazioni fraudolente, fra cui il “late trading”, per mezzo del quale vengono concluse transazioni dopo la chiusura del mercato al prezzo fissato per la giornata. Benché dai fondi sotto accusa siano stati ritirati capitali per un ingente ammontare, fino ad oggi non vi sono indicazioni di più generalizzati prelievi. Al contrario, l’ascesa dei listini azionari sembra aver spinto gli investitori USA a ritirare depositi bancari e altri fondi a vista in settembre e ottobre per effettuare investimenti azionari, anche in quote di fondi comuni (grafico 1.9).