

## 1. Quadro generale degli sviluppi: la propensione al rischio spinge i mercati

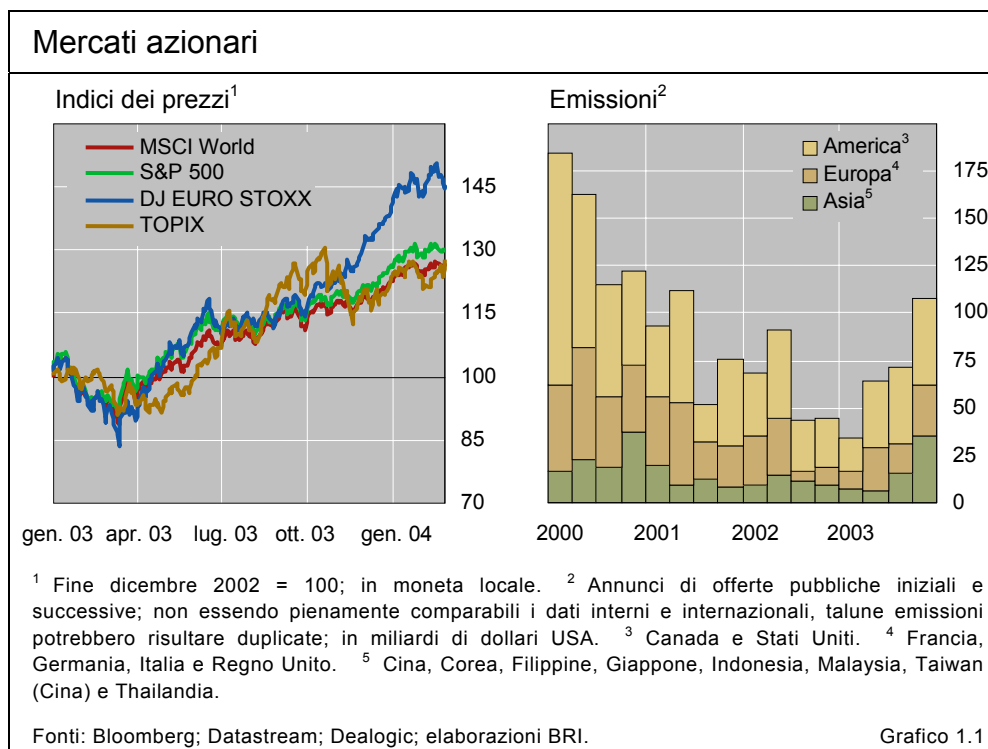
I mercati finanziari di tutto il mondo hanno inaugurato il nuovo anno proseguendo sulla scia dei formidabili guadagni segnati nel 2003. I miglioramenti nelle prospettive di crescita globale e nella situazione finanziaria delle imprese, unitamente a una vigorosa propensione al rischio, hanno sostenuto i rialzi dei prezzi di azioni e obbligazioni. Gli investitori sarebbero rimasti impassibili persino di fronte alle nuove rivelazioni di illeciti societari.

Anche durante la corsa dei mercati azionari e creditizi il livello generale dei rendimenti ha subito un calo. I mercati dei titoli pubblici avrebbero focalizzato la loro attenzione più sull'assenza di pressioni inflazionistiche e sul probabile orientamento della politica monetaria negli USA e nell'area dell'euro che non sulla mera ripresa dell'economia globale. A riprova forse dell'importante ruolo dei bassi tassi di interesse per le valutazioni correnti di mercato, a fine gennaio la modifica del linguaggio utilizzato dalla Federal Reserve circa l'indirizzo espansivo della politica monetaria ha condotto a un rialzo dei rendimenti, che ha temporaneamente compresso le quotazioni azionarie e obbligazionarie.

Prima della breve ondata di vendite di fine gennaio, la performance dei prezzi delle azioni e del debito dei paesi emergenti aveva surclassato quella della maggioranza degli altri mercati. La propensione al rischio degli investitori ha contribuito a una pronunciata ripresa delle emissioni azionarie in Asia e di quelle obbligazionarie internazionali in America latina. Essa ha inoltre indotto le autorità asiatiche a intensificare gli interventi volti ad arginare l'apprezzamento delle loro valute sul dollaro USA, interventi che potrebbero a loro volta aver concorso al basso livello dei rendimenti in dollari.

### Le quotazioni azionarie crescono più degli utili

La fase rialzista dei mercati azionari mondiali iniziata nel marzo 2003 è proseguita nella prima parte del 2004. Dopo tre anni consecutivi di perdite, l'indice MSCI World ha guadagnato il 23% nel 2003 e un ulteriore 3% nelle prime otto settimane di quest'anno (grafico 1.1). I mercati hanno dato prova di particolare dinamismo in dicembre e agli inizi di gennaio, nell'aspettativa di una sostenuta crescita degli utili.



Rispetto ai bassi livelli del 2001–02 i profitti hanno segnato un forte recupero. Per le società quotate l'aumento nel 2003 è stato più alto del previsto: il 27% annuo negli Stati Uniti e quasi il 100% nell'area dell'euro, secondo i dati I/B/E/S (grafico 1.2). Per il 2004 gli analisti prevedono un altro anno di crescita a due cifre, e le sensazionali performance segnalate da molte imprese nell'ultimo trimestre 2003 sembrano averli ulteriormente confortati nelle loro previsioni. Il settore societario, per converso, appare meno fiducioso nel vigore della ripresa economica. Le società USA che hanno annunciato prospettive negative sugli utili futuri continuano a superare quelle con pronostici favorevoli.

I profitti superano le aspettative ...

Fin dagli inizi del 2003 l'aumento dei profitti è stato inferiore a quello dei prezzi azionari. Di conseguenza, i rapporti prezzo/utili hanno registrato una tendenza al rialzo. Benché ancora inferiori al picco toccato di recente, le valutazioni di alcuni importanti mercati risultano elevate in confronto alla media storica. Impiegando una media quinquennale degli utili realizzati – che attenua gli effetti del ciclo economico – l'S&P 500 mostrava a fine gennaio 2004 un price/earning ratio di 29, ben al disopra del 20 registrato mediamente nel periodo 1961–2003. Sulla base degli utili prospettici, viceversa, tale rapporto è più vicino ai valori storici.

... ma le valutazioni azionarie sembrano ancora elevate ...

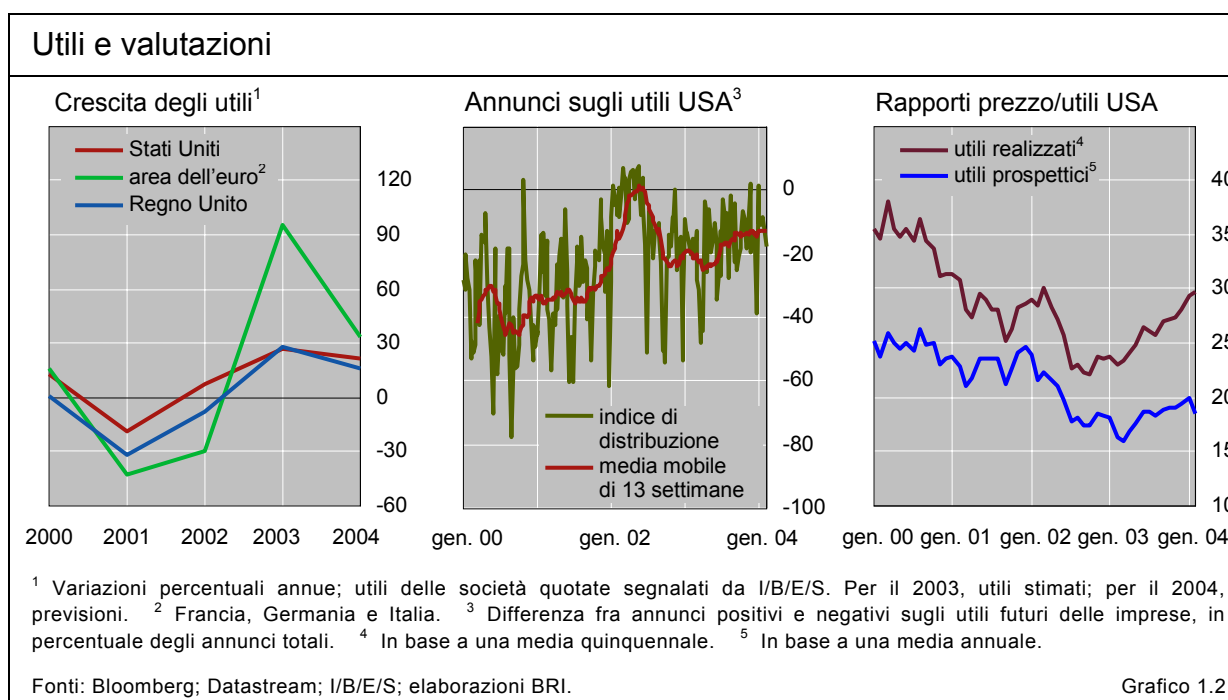
Gli investitori non sono rimasti indifferenti di fronte alle notizie suscettibili di mettere in discussione i livelli correnti delle valutazioni. L'S&P 500 ha perso l'1,4% il 28 gennaio sulla scia di un presunto indebolimento dell'impegno della Federal Reserve a lasciare inalterati i tassi ufficiali, e lo 0,8% il 4 febbraio a seguito dell'annuncio sugli utili di Cisco Systems, azienda leader nel settore tecnologico. Il 26 gennaio, alla notizia che le autorità di vigilanza avrebbero

avviato accertamenti mirati presso la UFJ Bank in merito alla sua valutazione dei prestiti in sofferenza, il TOPIX ha ceduto lo 0,8%.

... per effetto della minore avversione al rischio

Le incertezze si sono però rivelate temporanee. Anzi, la volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari USA, che rispecchia le percezioni degli investitori sulla volatilità futura nonché la loro avversione al rischio, è scesa agli inizi dell'anno a livelli record. Le stime desunte dai prezzi di queste opzioni indicano che l'effettiva avversione al rischio ha continuato a calare fino a dicembre, per crescere lievemente in gennaio e febbraio (cfr. il riquadro seguente). Tale andamento è in linea con il perdurante spostamento di fondi degli investitori USA dagli strumenti assimilabili al contante a quelli azionari e a più alto rischio.

I rialzi mondiali delle borse valori hanno stimolato nell'ultima parte del 2003 una ripresa delle emissioni azionarie (grafico 1.1), salite a livelli non più registrati da oltre due anni. Le società asiatiche – giapponesi e cinesi in testa – hanno raccolto \$35 miliardi sui mercati azionari interni e internazionali nel quarto trimestre. La più ingente offerta pubblica iniziale dell'anno è stata lanciata da una compagnia cinese di assicurazioni del ramo vita, China Life, che ha collocato titoli internazionali per quasi \$4 miliardi. Gli investitori locali del paese non sembrano aver condiviso l'entusiasmo mostrato dai loro omologhi internazionali per i titoli azionari cinesi: la borsa di Shanghai, in cui l'accesso agli investitori internazionali è soggetto a rigide restrizioni, ha segnato una delle peggiori performance dello scorso anno a livello mondiale, crescendo del solo 10% in termini di moneta locale. Al contrario, i mercati di Thailandia e Indonesia hanno guadagnato rispettivamente il 117 e il 63%; le imprese di questi due paesi hanno approfittato della fase rialzista per raccogliere capitali sui mercati azionari interni.



## Misurazione dell'avversione al rischio

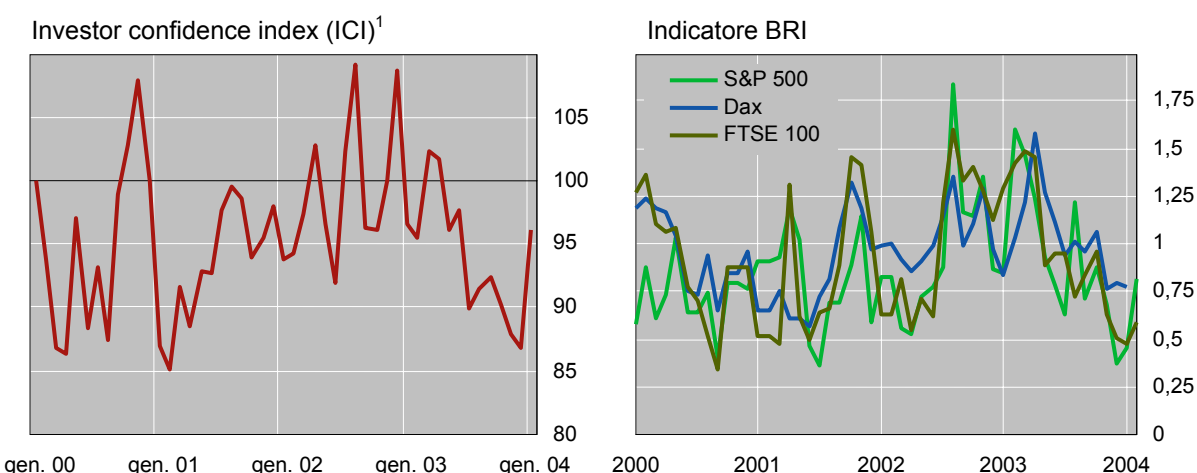
I movimenti dei prezzi delle attività possono essere prodotti da modifiche sia dei fondamentali sia dell'effettiva avversione al rischio degli investitori. I due effetti sono difficili da discernere, poiché nessuno dei due è osservabile direttamente. Per cogliere l'avversione al rischio gli operatori ricorrono spesso a semplici proxy, tra cui il noto Liquidity, Credit and Volatility Index (LCVI) di J.P. Morgan<sup>®</sup>. Esso incorpora sette diverse misure del rischio – dagli spread su swap e titoli high-yield alla volatilità implicita delle opzioni valutarie –, ma il suo nesso concettuale con l'avversione al rischio non è ben specificato. Negli ultimi anni gli strumenti forniti dalla moderna teoria della finanza hanno agevolato l'elaborazione di indicatori dell'avversione al rischio costruiti su solide basi concettuali.

Uno di questi indicatori, l'Investor Confidence Index (ICI) di State Street, si basa sui dati relativi ai flussi mondiali di portafoglio<sup>®</sup>. Esso è imperniato su un modello che impiega informazioni su disponibilità e acquisizioni azionarie degli investitori globali per separare le variazioni dei fondamentali da quelle dell'avversione relativa di investitori internazionali (istituzionali) e nazionali (al dettaglio). I mutamenti nell'avversione al rischio vengono colti dalla componente comune a tutti i paesi di vendite o acquisti di azioni da parte degli investitori globali in proporzione alle disponibilità del rispettivo paese.

Un secondo indicatore, che questa Rassegna trimestrale segnala dal giugno 2003, sfrutta le informazioni fornite dai prezzi delle opzioni su indici azionari<sup>®</sup>. Esso misura l'avversione al rischio raffrontando la distribuzione empirica dei rendimenti azionari con quella implicita nei prezzi delle opzioni. Quest'ultima pondera le probabilità empiriche in base alla propensione al rischio, attribuendo un valore maggiore alla possibilità di evitare pagamenti bassi e uno minore a quella di ricevere pagamenti elevati. Quanto più ampia è l'area sottostante la coda sinistra della distribuzione implicita nelle opzioni tanto maggiore è l'effettiva avversione degli investitori a risultati negativi.

Benché basati su fonti informative diverse, l'ICI e l'indicatore BRI sembrano fornire segnali analoghi. Essi mostrano entrambi che l'avversione al rischio è scesa per gran parte del 2003 e salita leggermente nel gennaio 2004. A spiegazione di questa analogia si potrebbe ipotizzare che gli investitori globali del modello ICI coincidano con l'investitore marginale che determina i prezzi delle opzioni nel modello BRI.

## Misure alternative dell'avversione al rischio



<sup>1</sup> Raffigurato come inverso dell'indice (un valore inferiore indica cioè una minore avversione al rischio). Gennaio 2000 = 100.

Fonti: Bloomberg; State Street; elaborazioni BRI.

<sup>®</sup> Cfr. J.P. Morgan Chase: "Using equities to trade FX: introducing the LCVI", Global Foreign Exchange research note, 1° ottobre 2002. <sup>®</sup> Cfr. Kenneth Froot e Paul O'Connell: "The risk tolerance of international investors", *NBER Working Papers*, n. 10157, dicembre 2003. <sup>®</sup> Cfr. Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis e Dimitrios Karampatos: "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2003, pagg. 59-68.

La fase rialzista spinge le emissioni azionarie e le operazioni di M&A

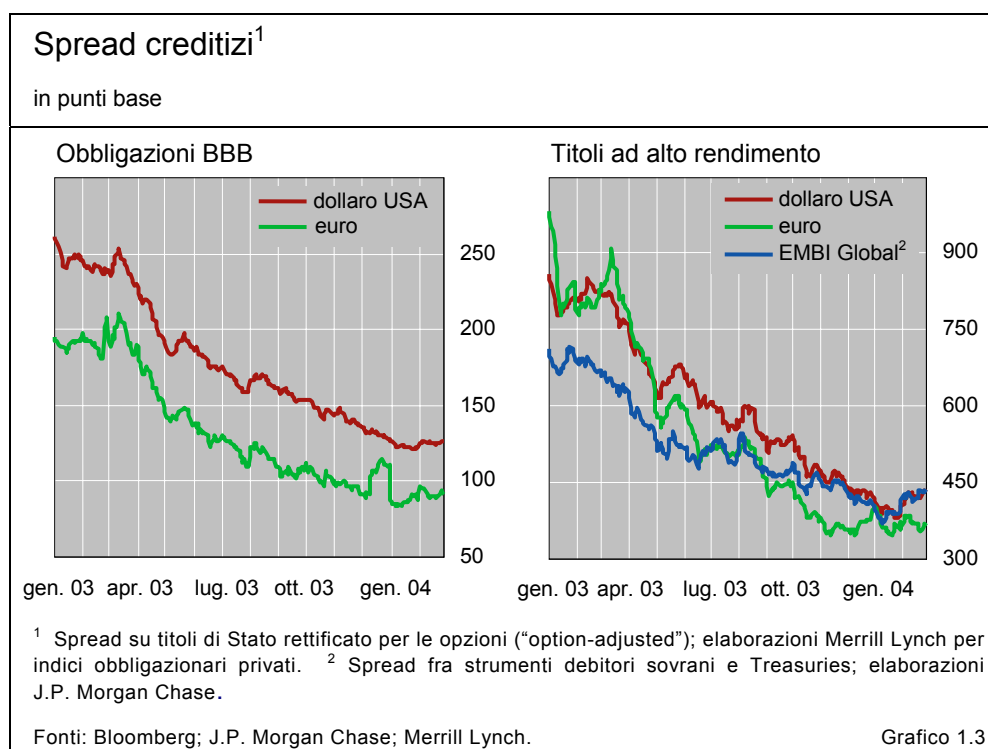
Grazie alle valutazioni azionarie correnti, le imprese hanno trovato più facile rafforzare i loro bilanci e avviare operazioni di fusione e acquisizione (M&A). In Europa e Nord America diversi “angeli caduti” (società il cui debito è stato declassato dal grado di qualità bancaria al di sotto di BBB-) hanno raccolto ingenti ammontari sui mercati azionari nel quadro di piani di ristrutturazione. L’olandese Ahold, società operante nella distribuzione alimentare che aveva segnalato gravi irregolarità contabili agli inizi del 2003, ha offerto emissioni azionarie in opzione per un totale di €3 miliardi, il cui ricavato è stato destinato al rimborso del debito. Anche l’attività di M&A ha ripreso slancio, come dimostrano le diverse operazioni per svariati miliardi di dollari annunciate a cavallo del nuovo anno. La transazione più ingente degli ultimi anni è stata annunciata in gennaio da J.P. Morgan Chase, una fusione mediante scambio di azioni per \$58 miliardi con la Bank One di Chicago.

### Mercati del credito in rialzo nonostante il crack di Parmalat

Si riducono gli spread creditizi ...

Analogamente alle borse valori, anche i mercati del credito hanno cominciato il nuovo anno proseguendo nella loro fase rialzista. Al 27 febbraio 2004 lo spread fra obbligazioni societarie in dollari BBB e titoli del Tesoro USA era sceso a circa 130 punti base, il livello più basso dall’agosto 1998 e inferiore di 260 punti al picco dell’ottobre 2002 (grafico 1.3). Gli spread sul debito dei mercati emergenti sono diminuiti di ben 490 punti rispetto ai valori dell’ottobre 2002, fino a sfiorare il minimo storico.

Il calo degli spread creditizi è stato favorito dal miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese. I fallimenti societari si sono ridotti nettamente dai massimi del 2001, e anche le misure del rischio di insolvenza desunte dai prezzi azionari sono risultate inferiori ai picchi del 2002



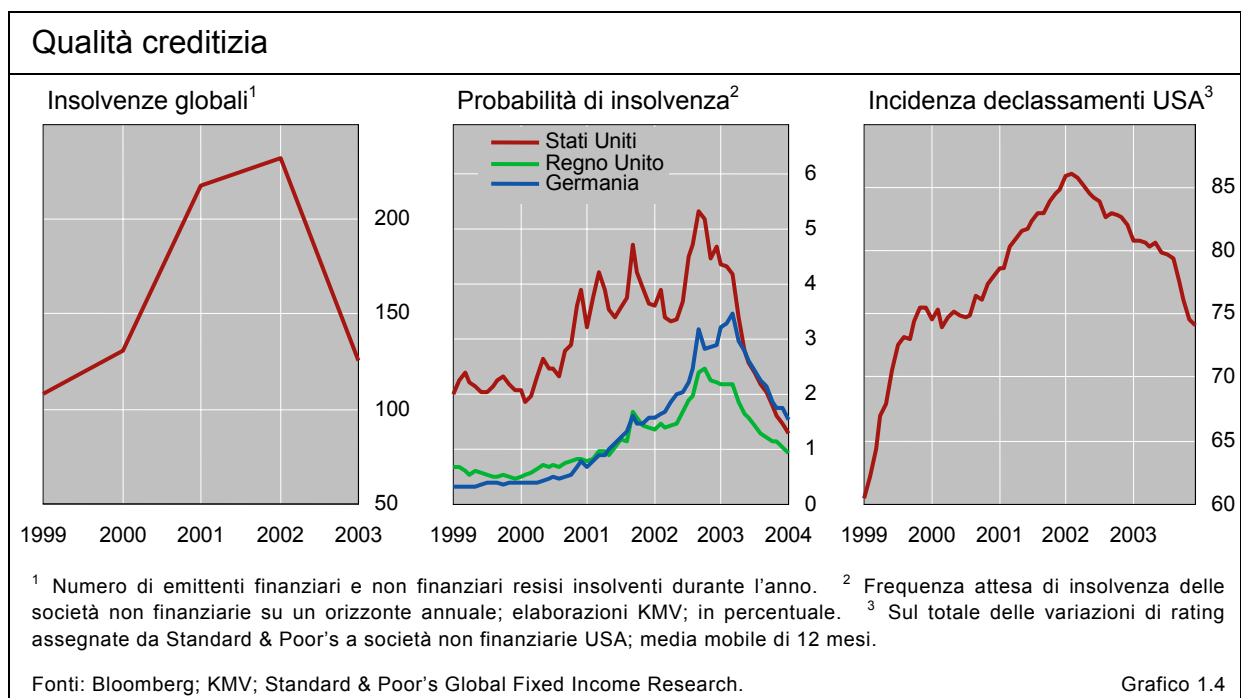
(grafico 1.4). Nonostante condizioni di finanziamento straordinariamente favorevoli, l'indebitamento delle società di qualità bancaria è rimasto contenuto nell'ultima parte del 2003. Nelle principali economie gli investimenti aziendali sono accelerati lo scorso anno, ma l'incremento è stato finanziato in ampia misura dai crescenti profitti; sembra esservi stata una certa riluttanza ad accendere nuovi prestiti a fronte dell'attività di investimento. Sebbene le emissioni societarie sul mercato obbligazionario internazionale abbiano recuperato intorno a fine anno, esse sono state essenzialmente finalizzate ad allungare la scadenza del debito.

... grazie alle migliori condizioni finanziarie ...

La conseguenza di tali miglioramenti nei bilanci societari è stata una sostanziale diminuzione del numero dei declassamenti del merito creditizio nel 2003. Anche se negli USA questi ultimi hanno continuato a superare gli avanzamenti, la loro incidenza sul totale delle variazioni di rating di Standard & Poor's è calata al 74%, dall'82% del 2002. In Giappone, dove questa percentuale è stata pari ad appena il 48%, gli aumenti di rating sono stati superiori alle diminuzioni. L'Europa è rimasta indietro rispetto alle altre due regioni, registrando comunque un calo all'83% nell'incidenza dei downgrade.

Anche la crescente propensione al rischio degli investitori – che sui mercati obbligazionari si è tradotta in una corsa ai rendimenti – ha contribuito al calo degli spread. Ciò è stato particolarmente evidente nel comparto dei titoli "high-yield", dove gli investitori hanno spinto i prezzi al rialzo persino di fronte all'intensificarsi dell'attività di prenditori pubblici e privati. Nel gennaio scorso i mutuatari dei mercati emergenti hanno raccolto sul mercato dei titoli di debito internazionali \$19 miliardi, l'importo più elevato dal giugno 1997, prima della crisi finanziaria asiatica. Di questa cifra, un ammontare sorprendente – pari al 35% del totale – è stato collocato da prenditori con rating pari o inferiore a B,

... e a una crescente propensione al rischio



fra cui Brasile, Turchia e Venezuela (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito”). Va rilevato che nel 2003 tali prenditori concorrevano al 20% delle emissioni lorde dell’area emergente, e nel 2002 al solo 10%.

Un ulteriore segnale della disponibilità degli investitori a non operare in base a considerazioni di rischio nella loro ricerca di rendimenti proviene dalla crescita del finanziamento di operazioni di “leveraged buyout” (LBO), intervenuta dopo anni di stallo (cfr. “I prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2003”). Mentre sul finire degli anni ottanta tali transazioni avevano contribuito a innalzare i livelli di indebitamento delle imprese, questo non è stato necessariamente il caso nel periodo più recente. Alcune delle maggiori operazioni di LBO hanno comportato la cessione di filiazioni da parte di società impegnate nel consolidamento dei bilanci, così come avvenuto in occasione della vendita della divisione aeronautica di Fiat.

Grazie soprattutto al favorevole contesto creditizio, gli effetti di contagio derivanti da nuove rivelazioni di illeciti societari – segnatamente quelle diffuse in dicembre riguardo al gruppo alimentare italiano Parmalat – sono stati limitati. Si valuta che la società parmense abbia sottostimato il suo indebitamento netto per oltre €12 miliardi, una cifra superiore persino a quelle di Enron o WorldCom. Il crack di Parmalat è sembrato interrompere momentaneamente il calo degli spread creditizi sul mercato dell’euro; in realtà, tuttavia, l’ampliamento era stato determinato quasi esclusivamente proprio dai differenziali Parmalat, e gli spread sugli strumenti in euro sono calati nettamente dopo che il gruppo è stato rimosso dall’indice a fine dicembre (grafico 1.3). Il prezzo dei default swap su alcuni dei principali creditori di Parmalat, principalmente banche italiane, è aumentato con l’evolversi degli eventi, ma non in misura significativa.

Preannunciando forse eventi in grado di porre fine alla prolungata fase rialzista dei mercati obbligazionari, le condizioni finanziarie sul comparto dei titoli ad alto rendimento si sono deteriorate a fine gennaio. Il fattore scatenante è stata la percezione di un indebolimento dell’impegno della Federal Reserve a lasciare invariati i tassi ufficiali. Nei giorni successivi alla riunione della banca centrale statunitense del 28 gennaio gli spread sulle obbligazioni private high-yield e sul debito dei mercati emergenti sono cresciuti di circa 35 punti base, e di ben 100 punti quelli sovrani sul debito brasiliano in dollari. Anche se il comparto ad alto rendimento si è rapidamente stabilizzato, l’episodio è indicativo dell’importanza del basso livello dei tassi di interesse per l’ascesa dei mercati del credito.

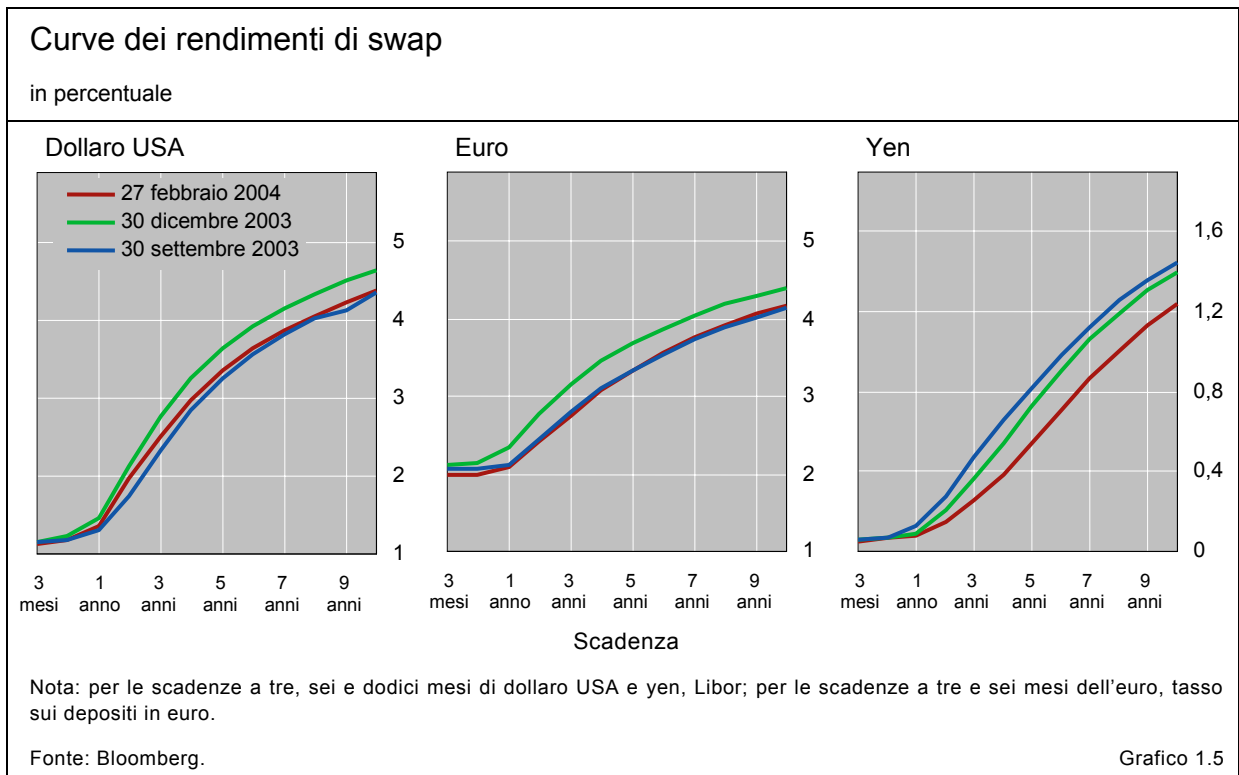
## I rendimenti denotano maggiore incertezza sulla ripresa economica

Nonostante le migliorate prospettive economiche e i connessi guadagni in altri mercati, i rendimenti pubblici del G3 sono diminuiti marcatamente nel nuovo anno. Il calo più pronunciato ha colpito il segmento del dollaro USA, dove il 14 gennaio i rendimenti dei Treasuries decennali sono piombati sotto il 4% per la prima volta dagli inizi di ottobre. L’annuncio determinante è stato quello del 9 gennaio relativo ai dati sull’occupazione di dicembre, decisamente inferiori

I mercati mobiliari ignorano il caso Parmalat ...

... ma sono turbati dalla prospettiva di un aumento dei tassi di interesse

La debolezza dei dati sull’occupazione e dei prezzi deprime i rendimenti USA ...



alle aspettative degli operatori. A comprimere i rendimenti sono parimenti intervenute le evidenze di modesti prezzi alla produzione, nonché alcune dichiarazioni rese ai primi di gennaio da funzionari della Federal Reserve, da cui si deduceva che la banca centrale USA non avrebbe aumentato i tassi se non in presenza di rischi inflazionistici, all'epoca ritenuti remoti.

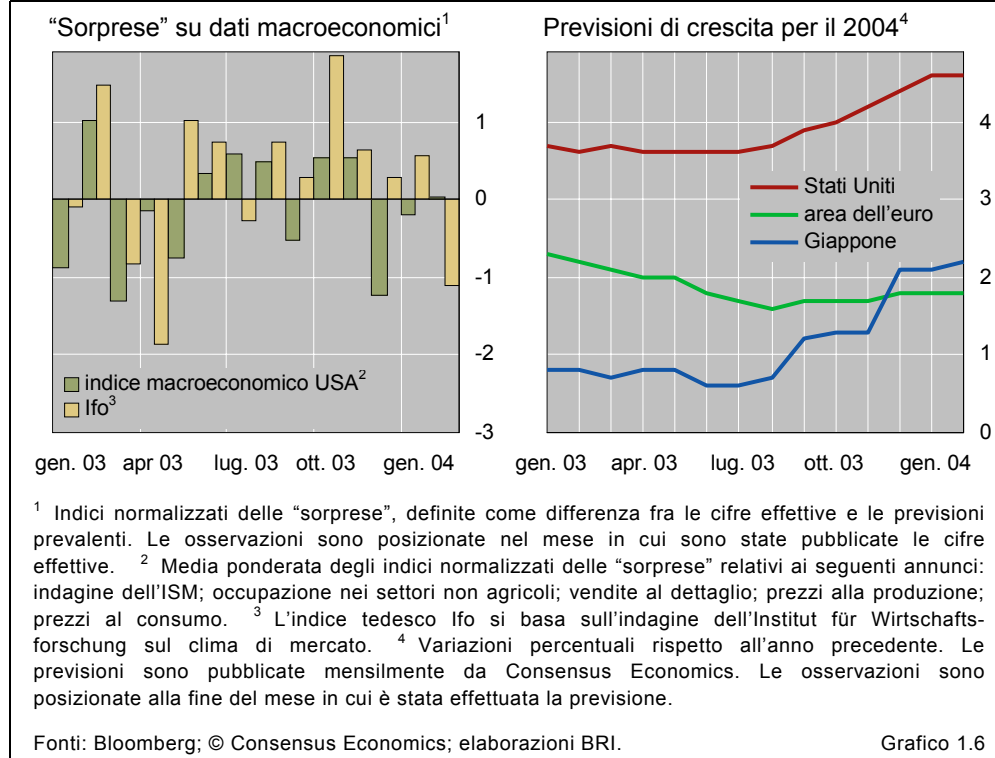
I rendimenti in altri importanti mercati del reddito fisso hanno subito cali meno pronunciati, sebbene la dinamica delle curve abbia tendenzialmente rispecchiato quella del dollaro USA (grafico 1.5). Sul mercato dell'euro i rendimenti sono diminuiti in dicembre e agli inizi di gennaio malgrado i positivi annunci macroeconomici concernenti l'area (grafico 1.6). Alla base di ciò potrebbe esservi anche l'apprezzamento dell'euro, che molti operatori sono sembrati associare alle più basse prospettive di crescita. In Giappone i rendimenti sono calati fino a febbraio inoltrato di fronte al persistente contesto deflazionistico messo in luce dagli indicatori economici, nonostante il sorprendente vigore della ripresa. Nel contempo, la ridotta volatilità implicita dei titoli di Stato nipponici indicava come l'incertezza che aveva accompagnato la brusca ondata di vendite obbligazionarie a metà del 2003 fosse considerevolmente diminuita (grafico 1.7).

A fine gennaio alcuni fattori che avevano contribuito a mantenere bassi i rendimenti delle obbligazioni in dollari hanno cominciato a perdere peso. Il deterioramento dei conti pubblici USA sarebbe tornato a destare l'attenzione dei mercati il 23 gennaio, quando i rendimenti sono saliti di quasi 10 punti base alla notizia che il Tesoro stava valutando la possibilità di introdurre un titolo ventennale indicizzato all'inflazione. Ma ancor più importante è stata, il 28 gennaio, la modifica del linguaggio circa l'indirizzo monetario espansivo

... che tornano momentaneamente a crescere dopo la riunione della Fed



## Dati macroeconomici e previsioni di crescita



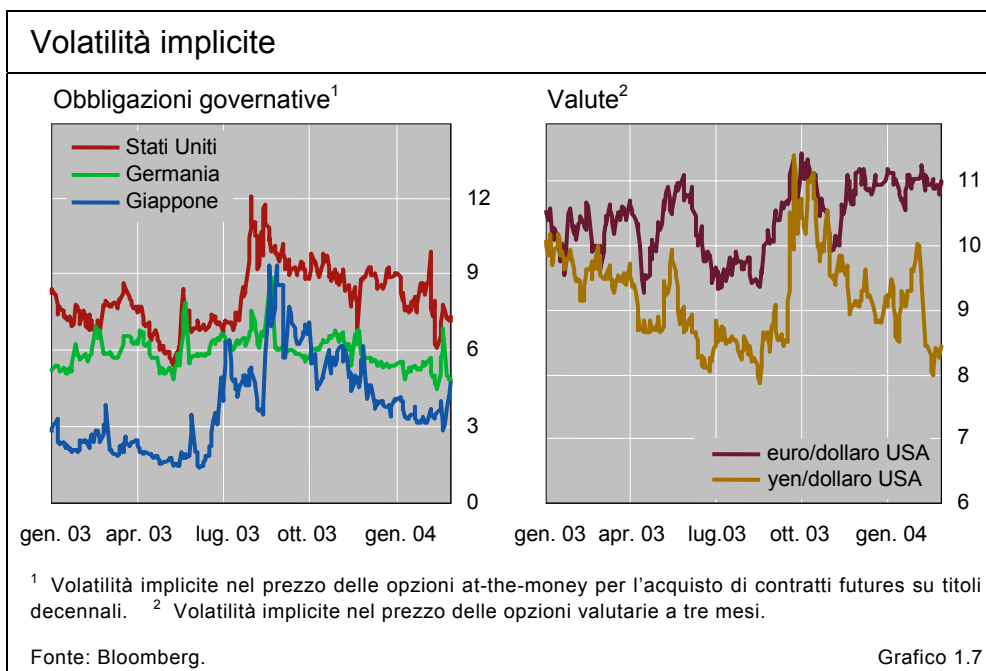
della Fed, con cui questa ha lasciato cadere l'accento al “considerevole periodo di tempo” inserendo un riferimento alla “pazienza”. Per breve tempo, tale modifica ha anticipato presso la maggior parte degli operatori le aspettative di un aumento dei tassi ufficiali nel 2004. Nondimeno, il sostenuto rialzo dei rendimenti ha segnato una secca battuta d'arresto il 6 febbraio con la pubblicazione di un rapporto peggiore del previsto sull'occupazione USA, che stigmatizzava ancora una volta come il mercato del lavoro statunitense stentasse ad accompagnare pienamente la ripresa.

Nonostante il basso livello dei rendimenti nominali sui titoli in dollari a più lunga scadenza, l'inclinazione della struttura a termine è rimasta accentuata rispetto ai parametri storici. Ad esempio, nella prima parte del 2004 lo scarto fra i tassi a 10 anni e quelli a tre mesi ha continuato a superare i 300 punti base, più del doppio della media dal gennaio 1990. Questo profilo della curva può considerarsi ampiamente riconducibile alle attese di una modifica nell'orientamento monetario oltre il breve termine, così come all'aumento dei premi di rischio indotto dall'incertezza circa tale orientamento. In effetti, a differenza dei titoli di Stato giapponesi, la volatilità implicita sui Treasuries decennali è rimasta su livelli relativamente elevati (grafico 1.7).

### L'apprezzamento dell'euro suscita nuovi timori

Al volgere dell'anno un'eccezionale volatilità ha caratterizzato i mercati dei cambi, specie quelli dell'euro. Il forte apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, cominciato in novembre, si è ulteriormente intensificato agli inizi di

La forza dell'euro suscita crescenti preoccupazioni ...



gennaio, contribuendo a una ripresa degli scambi di derivati valutari (cfr. “Il mercato degli strumenti derivati”). In seguito, e più precisamente il 12 gennaio, le considerazioni del Presidente della BCE riguardo a una “brutale” evoluzione dell’euro sono state interpretate come un segnale dell’apprensione delle autorità finanziarie europee ai massimi livelli, concorrendo a un temporaneo arresto della rapida crescita della moneta unica (cfr. grafico 1.8 a pag. 12). Ciò nonostante, la volatilità implicita del cambio euro/dollaro è rimasta alta, a indicazione delle notevoli incertezze circa la possibilità che un euro in ascesa possa continuare a sostenere l’urto dell’aggiustamento degli squilibri esterni USA (grafico 1.7).

Le pressioni al rialzo sulle valute asiatiche rispetto al dollaro USA hanno continuato a essere fonte di preoccupazione in molti paesi asiatici. Le autorità finanziarie del continente hanno seguito ad accumulare riserve in dollari nel 2004 in conseguenza dei loro interventi valutari volti ad arginare tali pressioni. Secondo molti osservatori, questo accumulo potrebbe essere anche un fattore tecnico che agisce sui rendimenti in dollari mantenendoli su bassi livelli, anche se la direzione e l’entità del nesso di causalità sono tutt’altro che chiare (cfr. il riquadro seguente). Nel caso del Giappone gli interventi sui mercati dei cambi, già ingenti nel 2003, sono ulteriormente aumentati: le vendite di yen hanno raggiunto la cifra record di ¥7 trilioni nel solo mese di gennaio. Il 20 gennaio l’inatteso innalzamento da parte della Bank of Japan dell’intervallo obiettivo per i depositi in conto corrente è stato interpretato come un sostegno alle iniziative del governo volte a rallentare l’apprezzamento dello yen. La Cina ha continuato ad accumulare riserve al ritmo di oltre \$10 miliardi al mese per mantenere l’ancoraggio del renminbi, dando luogo a nuove speculazioni su una sua possibile rivalutazione, che si sono riflesse nei mercati a termine (grafico 1.8). Le autorità coreane hanno adottato misure per contenere gli scambi offshore di derivati valutari, ritenendoli in parte responsabili delle spinte al rialzo sul won.

... mentre continuano gli interventi delle autorità asiatiche a sostegno del dollaro

## Rendimenti dei Treasuries e disponibilità ufficiali estere di obbligazioni USA

Robert McCauley e Guorong Jiang

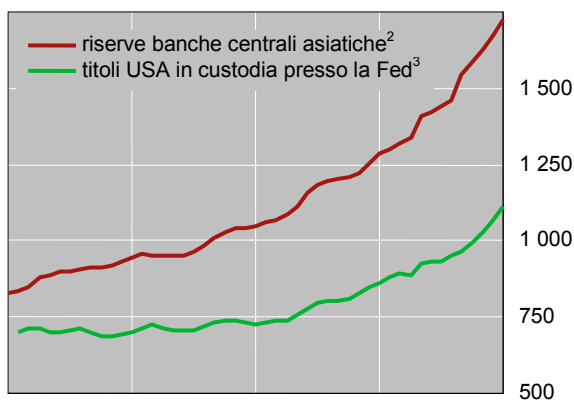
Nel quadro del processo volto a contrastare l'apprezzamento delle loro monete, le banche centrali asiatiche hanno di recente accumulato ingenti disponibilità di riserve valutarie. Un'ampia quota di tali riserve è denominata in dollari USA, e molte banche centrali investono in titoli del Tesoro e di agenzie federali statunitensi buona parte delle loro disponibilità in dollari. Sebbene tali titoli non siano necessariamente custoditi presso la Federal Reserve, gli operatori cercano di monitorarne attentamente l'andamento dal rapporto settimanale della Fed sulle variazioni nelle disponibilità di titoli negoziabili da essa detenute in custodia per conto di organismi ufficiali esteri e internazionali (statistiche H.4.1). I titoli del Tesoro e di agenzie federali iscritti nei conti d'ordine della Fed hanno cominciato ad aumentare rapidamente dagli inizi del 2002, in coincidenza con l'inizio del deprezzamento del dollaro (cfr. grafico).

Gli effetti e la sostenibilità di tali flussi costituiscono oggi un importante argomento di discussione tra gli operatori. Molti di costoro sono convinti che siano proprio questi flussi a mantenere bassi i tassi di interesse USA a lungo termine, e che un'eventuale interruzione – se non un'inversione – dei flussi ufficiali asiatici potrebbe perturbare il mercato obbligazionario. Gli investimenti ufficiali nei mercati USA del reddito fisso potrebbero incidere sul segmento a lunga della curva, essendo attualmente concentrati sui titoli del Tesoro e delle agenzie provvisti di cedola, anziché sui più tradizionali Treasury bill<sup>Ⓞ</sup>. Altri operatori minimizzano tuttavia la significatività degli acquisti delle banche centrali asiatiche, mettendo invece in risalto – quali determinanti dei tassi di interesse USA – fattori più di fondo, oltre che gli afflussi privati. Per cercare di chiarire tale controversia ci siamo spinti oltre le inferenze, spesso indirette, basate sulle deviazioni dai rendimenti di equilibrio o sugli scarti di rendimento tra swap e titoli del Tesoro, utilizzando piuttosto l'analisi di regressione per verificare l'ipotesi di una relazione negativa tra investimenti delle banche centrali in titoli USA e rendimenti di questi ultimi, e considerando spiegazioni alternative dei risultati osservati.

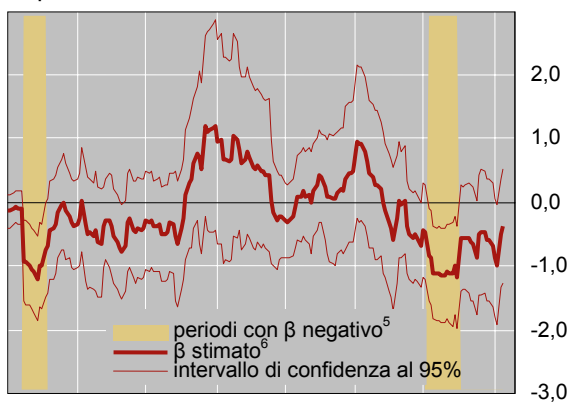
Si possono riscontrare alcune evidenze preliminari di questa relazione negativa, che appaiono peraltro disomogenee se non anche, a un esame più approfondito, più deboli. Una semplice regressione delle variazioni settimanali dei rendimenti dei Treasuries decennali sulla variazione settimanale delle disponibilità in custodia genera sì una relazione statisticamente significativa, ma solo per un breve e determinato periodo dello

### Disponibilità ufficiali estere di obbligazioni USA

Riserve valutarie<sup>1</sup>



Impatto sui rendimenti dei Treasuries<sup>4</sup>



gen. 00 gen. 01 gen. 02 gen. 03 gen. 04 lug. 00 lug. 01 lug. 02 lug. 03

<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>2</sup> Riserve valutarie detenute da Cina, Corea, Giappone, Hong Kong SAR, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>3</sup> Titoli del Tesoro e delle agenzie federali USA detenuti in custodia presso la Federal Reserve per conto di organismi ufficiali, ivi comprese banche centrali asiatiche e di altre regioni. <sup>4</sup> Stimato in base a una regressione mobile di 26 settimane della variazione settimanale nei rendimenti delle obbligazioni decennali del Tesoro USA rispetto alla variazione dei titoli di istituzioni ufficiali detenuti in custodia; in punti base, per una variazione di \$1 miliardo nelle disponibilità ufficiali estere in custodia. <sup>5</sup> Periodi in cui il coefficiente  $\beta$  risultante dalla regressione bivariata è significativo al livello del 95%. <sup>6</sup> Sulla variazione delle disponibilità in custodia.

Fonti: Federal Reserve USA; Fondo monetario internazionale; Bloomberg; elaborazioni BRI.

<sup>Ⓞ</sup> Secondo i dati forniti dal sistema di rilevazione del Tesoro USA (US Treasury International Capital), nel biennio 2002–03 gli acquisti ufficiali di titoli con cedola del Tesoro e delle agenzie federali sono stati il triplo di quelli di Treasury bill; tale proporzione è simile a quella che emerge dall'indagine per il 2000 impiegata come riferimento (cfr. Robert McCauley e Ben Fung: "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie ufficiali in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 39–46).

scorso anno, nonostante il perdurante accumulo di riserve da parte di banche centrali asiatiche. Inoltre, modificando la metodologia impiegata si evince che tali risultati non sono particolarmente robusti.

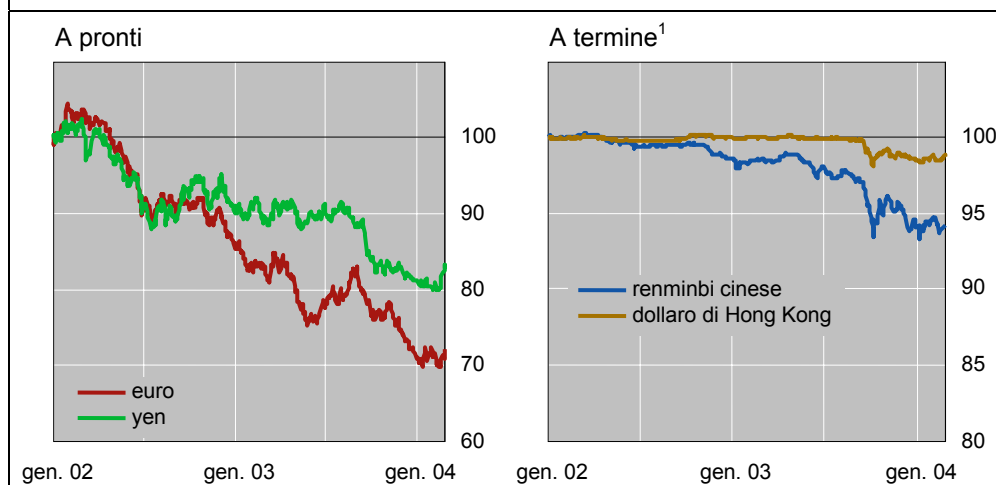
La variazione del rendimento viene misurata come variazione settimanale al valore di chiusura del martedì per raffrontarla con i dati sulle variazioni settimanali dei titoli in custodia (rilevate al mercoledì), in ragione dell'intervallo di regolamento di un giorno adottato sul mercato obbligazionario USA. Questo modo di specificare la relazione postula che il flusso stesso degli acquisti incida sui rendimenti; da test separati non emergono evidenze di effetti prodotti dall'annuncio del giovedì sui dati relativi alle disponibilità in custodia. Ciascun coefficiente ( $\beta$ ) è stimato da una regressione (mobile) su un periodo di 26 settimane. La relazione stimata raggiunge livelli standard di significatività statistica solo tra metà luglio e fine settembre 2003 e in un periodo ancor più breve del 2000, da metà agosto a metà ottobre. In effetti, se considerate al valore nominale, le stime indicano come l'impatto degli acquisti delle banche centrali sia stato all'epoca economicamente considerevole. Un afflusso di \$1 miliardo si è accompagnato a un calo di circa 1 punto base nel rendimento decennale, a fronte di afflussi medi settimanali intorno ai \$2,3 miliardi. Si perviene a risultati pressoché equivalenti esaminando il rendimento quinquennale, una proxy forse migliore delle preferenze degli organismi ufficiali. Tali risultanze sembrerebbero confortare la percezione del mercato secondo cui gli afflussi delle banche centrali asiatiche influirebbero sui rendimenti. Tuttavia, l'impatto così stimato non andrebbe considerato al valore nominale. Un ampliamento dell'intervallo di regressione su un periodo di 52 settimane riduce l'affidabilità delle stime.

Aspetto ancor più importante, un terzo fattore potrebbe essere all'origine tanto della performance del mercato obbligazionario quanto degli investimenti delle banche centrali. In particolare, la dinamica sorprendentemente positiva dell'inflazione USA, la debole crescita dell'occupazione o indicazioni dell'atteggiamento paziente da parte della Federal Reserve nella fissazione dell'orientamento monetario potrebbero tradursi in un calo dei tassi di interesse a breve e dei rendimenti obbligazionari, un dollaro più debole, interventi delle banche centrali asiatiche e pertanto ingenti afflussi ufficiali. Di fatto, se nell'analisi di regressione viene inclusa la variazione futura a sei mesi del Libor a sei mesi quale proxy delle aspettative sui tassi di interesse a breve, il coefficiente stimato per un afflusso di \$1 miliardo si riduce da circa 1 a circa 0,7 punti base nei periodi di relazione significativa. Neanche la direzione del nesso di causalità nella relazione risulta chiara. Secondo i dati, la relazione tra variazione dei rendimenti nella settimana precedente e variazione delle disponibilità in custodia nella settimana corrente sarebbe più forte di quella tra variazioni simultanee. Questo riscontro potrebbe essere interpretato come una riprova della preponderanza delle reazioni ufficiali all'impatto di una riduzione dei rendimenti obbligazionari USA sul mercato dei cambi, rispetto a quello degli investimenti ufficiali sui mercati obbligazionari.

Le analisi condotte a tutt'oggi non hanno certamente risolto la questione dell'importanza degli acquisti di obbligazioni statunitensi da parte di banche centrali estere per i mercati del reddito fisso USA. Se l'asserita importanza ha guadagnato consensi grazie alla forza della reiterazione, robuste evidenze dirette a suo sostegno non risultano così facilmente reperibili.

## Tassi di cambio del dollaro USA

1° gennaio 2002 = 100



<sup>1</sup> Tasso a dodici mesi; per il renminbi, tasso su NDF ("non-deliverable forward").

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico 1.8