

## 1. Quadro generale degli sviluppi: rivalutazione del rischio sui mercati

Con il disimpegno degli investitori dalle attività a più alto rischio, nel marzo 2005 i mercati creditizi e azionari hanno cominciato a perdere terreno. I primi hanno subito la maggiore fase di vendite dal 2002, mentre le borse valori hanno ceduto gran parte dei guadagni realizzati dal 2004. Al tempo stesso, i rendimenti a lungo termine sui principali mercati sono scesi in prossimità o persino al disotto dei precedenti minimi, anche a causa della “fuga” degli investitori verso la qualità. I mercati paiono essersi stabilizzati a metà maggio, ma resta da vedere se la fase di turbolenza nel comparto creditizio sia realmente terminata.

Le notizie relative a imprese o settori specifici – in particolare quelle sulle difficoltà di alcuni costruttori automobilistici USA – hanno avuto un ruolo importante nel disinvestimento dalle attività più rischiose, così come la debolezza degli indicatori economici, soprattutto in aprile. In maggio la pubblicazione di dati migliori del previsto ha favorito un recupero delle quotazioni azionarie. Tuttavia, fino a metà mese gli spread creditizi hanno continuato ad ampliarsi – e i rendimenti dei titoli pubblici a calare – di riflesso al nervosismo provocato da possibili rischi di cedimento. Sempre in maggio, la straordinaria volatilità nel comparto dei *credit default swap* (CDS) ha aggravato il clima di incertezza, quantunque i mercati abbiano reagito in modo generalmente ordinato alla fase di vendite.

Nonostante l'aumento degli spread creditizi, le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli per molti prenditori. Di fatto, in virtù del basso livello dei rendimenti nominali, i costi della raccolta sono rimasti prossimi ai minimi storici sulle scadenze più lunghe. Talune nuove emissioni obbligazionarie sono state rinviate o annullate, ma i mutuatari con migliore affidabilità creditizia non hanno incontrato particolari difficoltà nel reperire fondi. Rientrano in questo gruppo numerosi prenditori dell'area emergente. Di recente gli spread sul debito dei mercati emergenti si sono ampliati in misura assai minore rispetto a precedenti episodi di *repricing*.

### Aumentano i differenziali creditizi

Gli spread creditizi cominciano ad ampliarsi in marzo ...

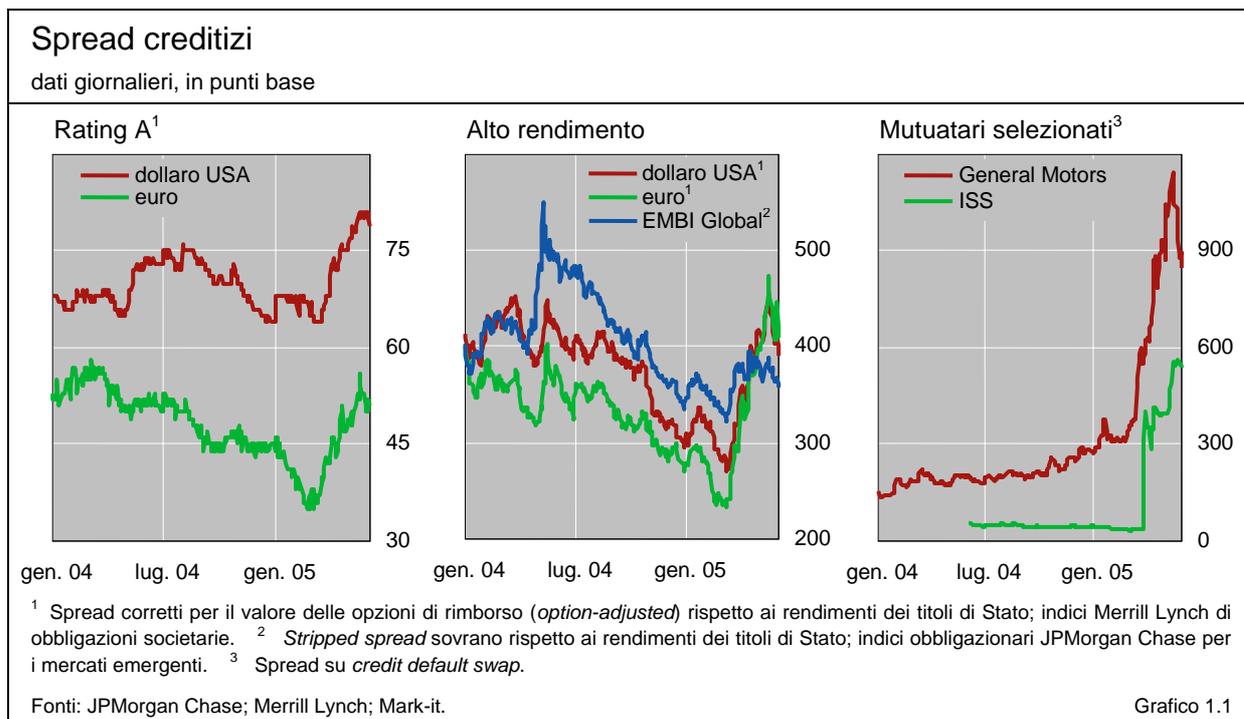
Dopo un calo pressoché ininterrotto dall'ottobre 2002, gli spread sulle obbligazioni di mercati emergenti e imprese hanno subito un'inversione a metà

marzo 2005 (grafico 1.1). Dal minimo toccato il 9 di quel mese, i differenziali sugli indici di titoli societari in dollari USA con rating A sono aumentati di quasi 20 punti base, fino a raggiungere un massimo di 81 punti il 17 maggio. Gli spread sui titoli societari ad alto rendimento sono cresciuti nello stesso periodo di 185 punti base, a 457 punti. A metà maggio sembra essere subentrata una certa stabilizzazione. Nondimeno, ai primi di giugno non era ancora chiaro se la fase di vendite rappresentasse un importante punto di svolta o solo una temporanea battuta di arresto nella lunga dinamica discendente degli spread.

L'ampliamento dei differenziali tra metà marzo e metà maggio non è stato eccezionalmente brusco né particolarmente deleterio per le condizioni creditizie generali. In precedenti episodi esso era stato assai maggiore – ad esempio dopo la moratoria russa dell'agosto 1998 o il collasso di WorldCom a metà 2002. Va inoltre rilevato che, persino ai valori massimi registrati di recente, gli spread sui titoli privati ed emergenti sono rimasti prossimi ai livelli di un anno fa e ben al disotto di quelli del 2002 e 2003.

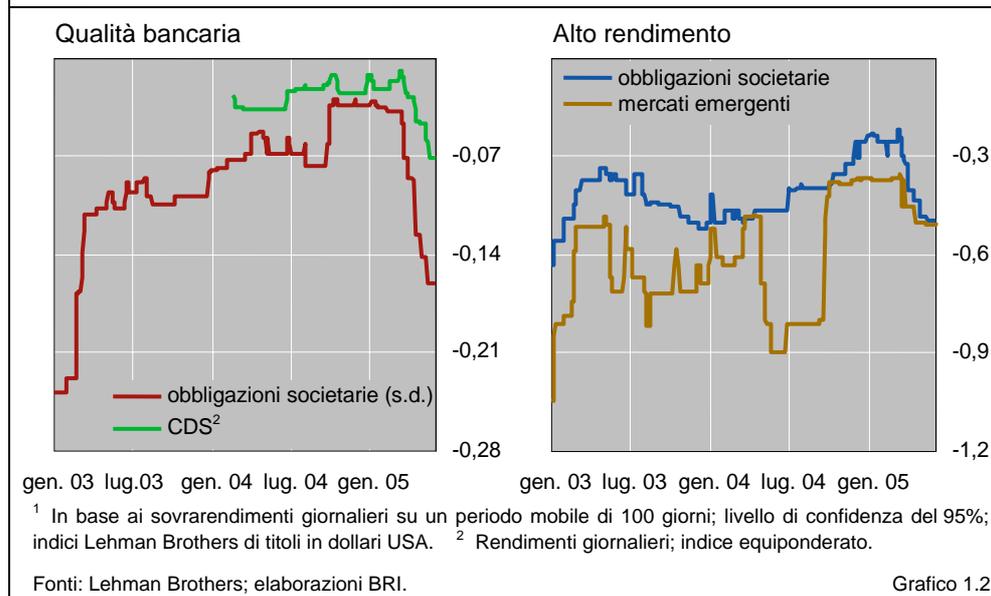
Ciononostante, la fase di vendite è stata significativa perché ampiamente diffusa. Mentre durante la lunga ascesa delle quotazioni obbligazionarie cominciata nell'ottobre 2002 gli spread sui titoli ad alto rendimento erano cresciuti in più occasioni, quelli sui titoli di qualità bancaria si erano ampliati solo di rado. Tra metà marzo e metà maggio 2005, tuttavia, l'incremento ha interessato tutte le tipologie di mutuatari, indipendentemente dal merito di credito. L'impatto sarebbe stato addirittura maggiore nel comparto *investment grade* che non in quello ad alto rendimento. Il grafico 1.2 illustra il valore a rischio (*value-at-risk*, VaR) giornaliero di vari indici creditizi, al livello di confidenza del 95%, calcolato in base al sovrarendimento effettivo su 100 giorni. Nel febbraio 2005 vi era una probabilità del 5% che le perdite giornaliere

... specie quelli sui titoli di qualità bancaria



## Rischio di perdita nei mercati creditizi

VaR per alcuni indici selezionati, in percentuale<sup>1</sup>



per gli indici di obbligazioni di qualità bancaria eccedessero lo 0,04%. Durante la fase di vendite il VaR si è più che quadruplicato, toccando a metà maggio lo 0,16%. Per contro, il VaR per l'indice di obbligazioni societarie *high-yield* è appena raddoppiato, passando dallo 0,26% di febbraio allo 0,49% di maggio.

### Elementi catalizzatori

I profit warning di General Motors ...

A innescare la recente rivalutazione sui mercati obbligazionari pare esser stata una serie di eventi avversi e inattesi nel settore societario. Fra questi, il più importante è sicuramente l'annuncio effettuato da General Motors il 16 marzo, secondo cui gli utili per il 2005 sarebbero stati inferiori a quanto la società aveva precedentemente pronosticato. Esso ha indotto le principali agenzie di rating a rivedere in negativo le prospettive sull'affidabilità creditizia della casa automobilistica. Ciò ha a sua volta acuito i timori degli investitori riguardo all'impatto sui mercati creditizi dell'eventuale declassamento al di sotto dell'*investment grade* di un mutuatario così rilevante. I differenziali sui CDS di General Motors sono aumentati di circa 90 punti base subito dopo l'annuncio, toccando quota 473 il 16 marzo, e di ulteriori 400 punti nel mese successivo (grafico 1.1).

... le irregolarità contabili ...

Le irregolarità contabili e le indagini avviate in merito hanno messo ulteriormente in allarme gli investitori. L'ammissione di inesattezze nelle situazioni contabili di American International Group – la più grande compagnia assicuratrice del mondo e fino a epoca recente una delle pochissime società con rating tripla A – ha imposto una pausa di riflessione. Negli ultimi giorni di marzo, a causa delle incertezze circa la portata di tali irregolarità, i differenziali dei CDS su AIG sono raddoppiati e la società è stata declassata. Ma AIG non è stata la sola a incontrare problemi di natura contabile. Nel 2005 è cresciuto nettamente il numero di imprese che non hanno rispettato il termine di marzo stabilito per la presentazione dei bilanci annuali dalla Securities and Exchange

Commission statunitense; spesso il motivo addotto sono state le lacune nelle procedure contabili e nei controlli finanziari interni.

Gli investitori sono stati colti di sorpresa anche da diverse ristrutturazioni patrimoniali. Nella prima parte del 2005 molte imprese hanno annunciato piani di aumento del dividendo o di riacquisto di azioni proprie – in taluni casi con la precisa intenzione di innalzare in un secondo tempo gli indici di indebitamento –, mentre altre sono state oggetto di *leveraged buyout*. Le operazioni di questo tipo erano in aumento almeno dalla metà del 2004. Tuttavia, l'acquisizione a fine marzo 2005 di ISS (società danese operante nei servizi di pulizia) ha fatto particolare scalpore. Essa ha messo in luce una lacuna nella prassi dei creditori di richiedere clausole contrattuali a tutela dei loro interessi, prassi che aveva accompagnato il calo degli spread negli ultimi anni, specie nel comparto *high-yield*. Le obbligazioni ISS in essere non contenevano clausole che conferissero ai detentori la facoltà di accelerare i rimborsi in caso di trasferimento delle partecipazioni di controllo. Di fatto, tale lacuna ha consentito agli investitori di *private equity* che hanno lanciato l'offerta sulla società di postergare il debito esistente. Nel solo giorno di annuncio dell'operazione la prospettiva di un innalzamento del grado di leva ha accresciuto di oltre otto volte i differenziali dei CDS sulla società, passati da 39 a 315 punti base (grafico 1.1).

... e i leveraged buyout ...

A dire il vero, questi eventi non sono stati necessariamente interpretati come il segnale di una debolezza di fondo del settore societario nel suo insieme. Anzi, la qualità del credito è migliorata significativamente negli anni più recenti. Inoltre, sebbene non siano mancate indicazioni secondo cui essa avrebbe toccato il punto di svolta superiore, specie negli Stati Uniti, in genere non si prevede un suo deterioramento nel breve periodo. Negli Stati Uniti i declassamenti sono rimasti prossimi ai loro più recenti minimi, anche se dalla fine del 2004 risultano leggermente aumentati in percentuale delle variazioni di rating totali (grafico 1.3). Analogamente, le probabilità di insolvenza stimate dalle informazioni contabili e dalla volatilità dei corsi azionari sono rimaste in prossimità dei minimi ciclici. In Europa e Giappone gli avanzamenti continuano a superare i declassamenti e le probabilità di insolvenza restano basse.

#### *Fuga verso la qualità*

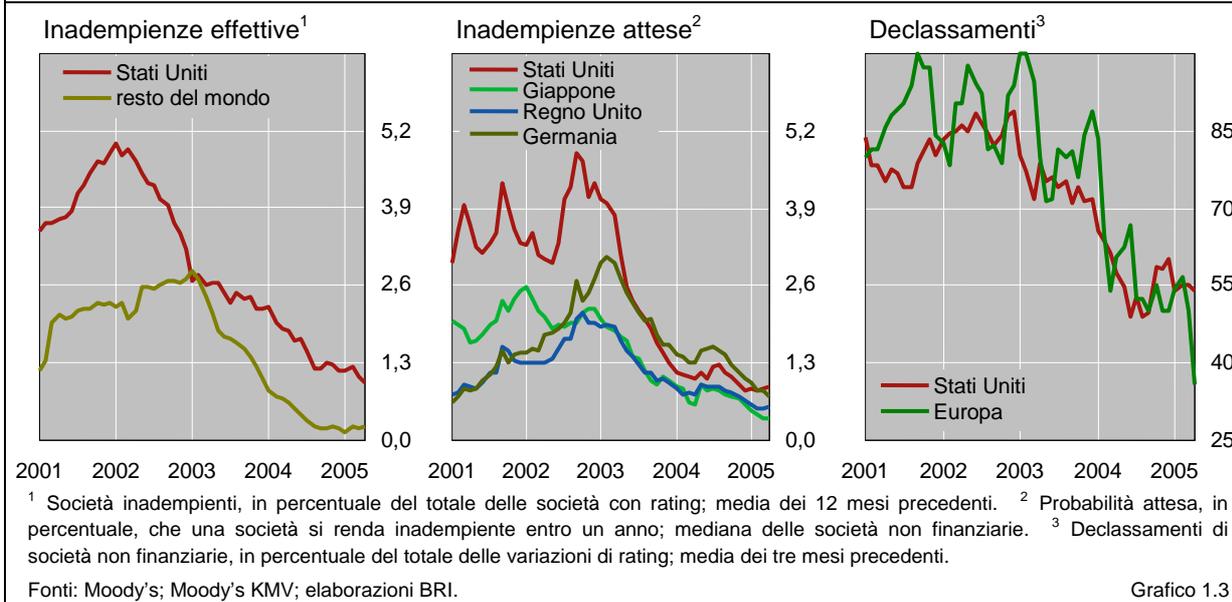
Data la solidità delle condizioni sottostanti, buona parte dell'ampliamento degli spread creditizi sembra riconducibile più a un aumento nel prezzo del rischio che non alla percezione di un rischio maggiore. Tra la fine del 2004 e gli inizi del 2005 l'avversione al rischio era scesa a livelli eccezionalmente bassi, anche a causa della ricerca di rendimento da parte degli investitori. Il *profit warning* di General Motors, l'acquisizione di ISS ed eventi analoghi hanno ricordato agli operatori le possibilità di perdita insite negli strumenti creditizi, dando avvio a una rivalutazione del prezzo dei rischi. I deludenti annunci economici di marzo e aprile hanno acuitizzato l'intolleranza al rischio.

... innescano un riprezzamento del rischio

Il clima di fiducia è tornato a ristabilirsi nella seconda metà di aprile, in parte favorito da rapporti sugli utili di General Motors e Ford in linea con le aspettative degli investitori, ma si è trattato di un miglioramento effimero. Gli

Declassamento di Ford e General Motors

## Qualità creditizia delle imprese



spread si sono nuovamente ampliati in maggio, a causa dei perduranti timori connessi al rischio di evento. Ad aggravare la situazione è intervenuto, il 5 maggio, il declassamento delle due case automobilistiche USA e delle loro affiliate finanziarie al disotto dell'*investment grade* da parte di Standard & Poor's. Molti operatori sono rimasti sorpresi sia dalla tempistica della decisione che dall'ampiezza del *downgrade*: di due gradi, a BB, per General Motors e di un grado, a BB+, per Ford.

Le condizioni sui mercati delle obbligazioni societarie sono rimaste ordinate dopo la decisione di S&P. Nei giorni immediatamente successivi all'annuncio gli spread sui titoli quotati A sono variati assai poco. Gli effetti sono stati tuttavia più importanti nei mercati dei derivati su crediti (cfr. il riquadro a pag. 7). Alcuni *hedge fund* avrebbero subito pesanti perdite nelle attività di negoziazione aventi per oggetto General Motors e tranches di indici CDS. Nella prima metà di maggio le potenziali conseguenze sistemiche di un eventuale fallimento di alcuni di questi operatori ad alto grado di leva hanno influito sui mercati creditizi. Questi sarebbero stati messi sotto pressione anche da un riorientamento degli *hedge fund* verso posizioni più liquide, in alcuni casi in previsione di un aumento dei riscatti, dati i mediocri rendimenti segnati negli ultimi mesi.

Una ripresa delle quotazioni azionarie ha contribuito a stabilizzare i mercati creditizi a partire da metà maggio. Gli spread hanno toccato un massimo il 17 di quel mese, con un certo ritardo rispetto all'avvio della fase ascendente delle borse valori (cfr. oltre). Nei due giorni successivi l'indice CDS nordamericano ha perso ben 16 punti base, scendendo a 62 punti. Anche i differenziali sui titoli societari si sono ristretti, sebbene in misura più modesta. Nondimeno, ai primi di giugno non era ancora chiaro se la fase di vendite sui mercati fosse giunta al termine.

Difficile dire se la fase di vendite si sia esaurita

### *Migliore performance dei mercati emergenti*

Nel periodo in esame gli spread sui titoli di mercati emergenti non sono stati colpiti quanto quelli sulle obbligazioni societarie: essi hanno toccato il massimo prima – intorno al 15 aprile, durante la fuga verso la qualità – e non sono stati altrettanto volatili. Anche in confronto alla fase di cessioni dello scorso anno i prenditori emergenti sono stati meno penalizzati: se in aprile e maggio 2004 l'EMBI Global era aumentato di circa 150 punti base, fino a un picco di 549 punti, in marzo e aprile di quest'anno l'indice è cresciuto di soli 73 punti base, a quota 395.

Meno colpiti gli spread sui titoli dei mercati emergenti ...

Una ragione di ciò risiede nel fatto che gli eventi all'origine del *repricing* sui mercati creditizi – annunci sugli utili attesi, problemi contabili e acquisizioni finanziate con capitale di prestito – avevano scarsa rilevanza per i mercati del debito pubblico. Inoltre, le condizioni interne nelle economie emergenti erano robuste.

Certo, anche in queste economie non sono mancate sorprese; ma, a differenza di quanto accaduto nel settore societario, nell'area emergente non si è ritenuto che esse potessero avere conseguenze più ampie. I problemi incontrati dall'Ecuador, ad esempio, sono stati considerati specifici di quel paese. Le tensioni sociali hanno portato alle dimissioni del Presidente, accrescendo le incertezze riguardo al futuro corso della politica economica. Di conseguenza, nella settimana iniziata il 18 aprile i differenziali sul debito pubblico ecuadoriano in dollari sono cresciuti di 150 punti base, pur in presenza di un calo della maggior parte degli altri spread sovrani. Sempre in aprile, la prospettiva che gli elettori francesi votassero contro la proposta Costituzione europea, con eventuali complicazioni anche per i negoziati di accesso alla UE, ha esercitato pressioni al rialzo sugli spread della Turchia. Ritardi nella messa a punto del programma di ristrutturazione del debito dell'Argentina non hanno impedito al paese di raccogliere fondi sui mercati obbligazionari interni in maggio, per la prima volta dalla dichiarazione di insolvenza. In febbraio l'adesione dei creditori all'offerta del governo aveva raggiunto il 76% (in termini di passività oggetto di moratoria), ma problemi di natura giuridica hanno ritardato il previsto scambio fino agli inizi di giugno.

Rispetto ai differenziali sul debito societario, quelli sui titoli dei paesi emergenti hanno risentito più delle condizioni macroeconomiche che non del rischio di evento. Proseguendo una dinamica osservabile fin dagli inizi del 2004, gli spread sulle obbligazioni dell'area emergente si sono mostrati più reattivi alle mutate aspettative circa l'orientamento monetario USA; ad esempio, dopo il rialzo di 15 punti base nel rendimento del Treasury decennale il 9 marzo, essi si sono ampliati di 6 punti base, mentre i differenziali sui titoli privati di qualità bancaria sono rimasti invariati. Del pari, il 22 marzo un balzo nei rendimenti ha provocato un aumento degli spread nei mercati emergenti, ma scarse reazioni nei mercati delle obbligazioni private.

... che però risentono delle mutevoli condizioni macroeconomiche

L'accresciuta avversione al rischio ha spinto molti prenditori dei mercati emergenti a posticipare i piani di raccolta. Tale decisione è stata facilitata dalle numerose operazioni di prefinanziamento poste in essere nel primo trimestre

## Prove di stress sui mercati creditizi: il declassamento di GM e Ford

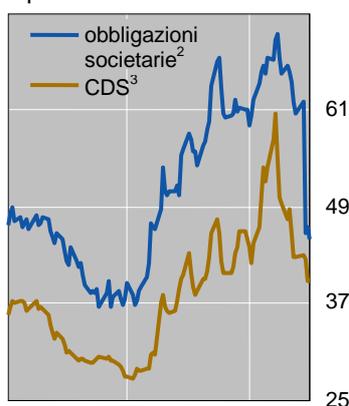
Il declassamento di Ford, di General Motors e delle loro affiliate finanziarie al di sotto dell'*investment grade* da parte di Standard & Poor's ha rappresentato un banco di prova per la tenuta del mercato creditizio. Le due case automobilistiche USA figurano tra i maggiori emittenti sul mercato delle obbligazioni societarie: insieme esse concorrevano per il 3% circa al mercato dei titoli di qualità bancaria all'epoca del declassamento e potrebbero arrivare fino al 15% del mercato globale delle obbligazioni ad alto rendimento. Il loro debito è ripartito su un'ampia base di investitori e comprende molte *collateralised debt obligation* (CDO). Il declassamento rischiava pertanto di causare tensioni nei mercati dei capitali. In realtà, i segmenti a pronti vi si sono adeguati in modo ordinato, mentre i mercati dei derivati creditizi ne hanno risentito più pesantemente: gli spread sui CDS si sono mossi al rialzo per diversi giorni nella prima quindicina di maggio, ripiegando verso il basso nella seconda parte del mese (diagramma di sinistra del grafico seguente). Nondimeno, gli effetti di contagio ad altri comparti sono stati limitati.

L'adeguamento dei mercati dei titoli societari al declassamento di Ford e GM è stato favorito da tre fattori. Primo, la decisione di S&P era stata anticipata da tempo, sicché i gestori di attività hanno potuto agevolmente rivedere la composizione dei propri portafogli; del resto, già da metà 2003 gli spread delle due case automobilistiche ricalcavano più la dinamica dei titoli speculativi che non quella di altre obbligazioni BBB. Secondo, Ford è ancora quotata *investment grade* da Moody's e Fitch, e GM da Moody's. Dato che i più importanti indici obbligazionari sono basati sulla media di tre rating, il titolo Ford continuerà a figurare negli indici di qualità bancaria nonostante il declassamento di S&P. Un ultimo motivo, non meno importante, è che negli ultimi anni numerosi gestori di titoli a reddito fisso hanno cessato di ricalcare gli indici di mercato per rapportarsi invece a *benchmark* personalizzati, ad esempio escludendo dall'indice di riferimento i valori anomali o imponendo rigorosi limiti alle esposizioni. Si è osservata inoltre la tendenza a tollerare *tracking error* maggiori. Tutte queste modifiche tenderanno a ridurre l'impatto esercitato sul mercato da variazioni meccaniche dei rating.

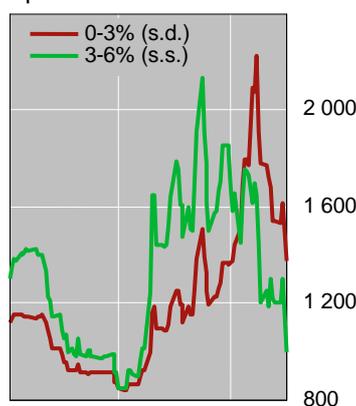
Come accennato, nonostante l'ordinata reazione dei mercati a pronti, il declassamento pare aver influito negativamente sul funzionamento dei mercati dei derivati su crediti. Qui l'assunzione di posizioni – specie corte – risulta più facile che sui mercati obbligazionari. Gli investitori ad alto grado di leva (come gli *hedge fund* e le unità indipendenti di negoziazione delle banche di investimento) tendono pertanto a essere più attivi che nei corrispondenti mercati a pronti. Tali investitori rivestono un ruolo importante nel promuovere la liquidità del mercato e migliorare il

### Mercati dei CDS

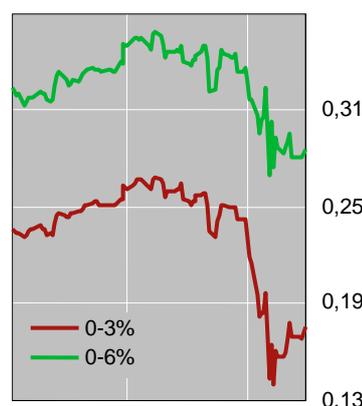
Spread su indici<sup>1</sup>



Spread su tranche<sup>1,3</sup>



Correlazione<sup>3,4</sup>



gen. 05 mar. 05 mag. 05

gen. 05 mar. 05 mag. 05

gen. 05 mar. 05 mag. 05

<sup>1</sup> In punti base. <sup>2</sup> Spread su swap di attività (rispetto al Libor); indice JPMorgan Euro Credit per società del settore industriale con rating pari ad almeno BBB; interruzione nella serie il 1° giugno 2005 a seguito dell'esclusione di Ford e GM dall'indice. <sup>3</sup> Indici iTraxx Europe a cinque anni *on-the-run*. <sup>4</sup> Correlazione delle insolvenze implicita nel prezzo di una tranche sintetica di prima perdita.

Fonti: JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

processo di formazione dei prezzi, ma la loro attività può a volte accentuare i movimenti di prezzo, come pare essere accaduto nel maggio 2005.

Il declassamento di Ford e GM ha modificato in maniera imprevista le relazioni di prezzo fra determinate attività. Di conseguenza, si sono registrate ingenti perdite in termini di quotazioni correnti di mercato su alcune operazioni di "arbitraggio sul valore relativo", strategie in cui si assumono posizioni più o meno simmetriche in due titoli che hanno caratteristiche simili ma non identiche e prezzi di negoziazione diversi. Una di queste operazioni sfruttava il divario tra il prezzo al quale venivano negoziate le obbligazioni convertibili di GM e quello di un portafoglio replicante (costituito di obbligazioni tradizionali e di opzioni di acquisto sull'indice azionario). Gli investitori che si aspettavano un restringersi del divario di prezzo hanno subito perdite su entrambe le contropartite della transazione: il 4 maggio le azioni di GM hanno guadagnato il 18% a seguito dell'offerta avanzata da Kirk Kerkorian, esperto di ristrutturazioni di aziende in crisi, per l'acquisto di una grossa partecipazione nella società, e il giorno successivo gli spread su CDS e obbligazioni di GM sono aumentati con il declassamento di S&P.

Un'altra operazione sul valore relativo che, a quanto risulta, avrebbe causato perdite agli investitori sfruttava invece le presunte anomalie di prezzo fra le tranche di CDO. Gli spread sulla tranche *equity* (o *first loss*) tendono a essere molto più alti del costo di una posizione coperta (tramite *delta hedging*) nella CDO sottostante (o, in alternativa, nella tranche *mezzanine*, che assorbe le perdite dal 3 al 10% dell'ammontare nozionale). Agli inizi del 2005 un investitore che avesse venduto protezione sulla tranche *equity* dell'indice CDS iTraxx Europe e si fosse poi coperto contro variazioni degli spread a livello dell'intero mercato acquistando la protezione sull'indice sottostante avrebbe lucrato uno spread di 300-400 punti base. Un'operazione di questo tipo è esposta a mutamenti nella correlazione delle insolvenze e per questo viene generalmente detta posizione lunga in correlazioni. Quanti si aspettavano che le correlazioni di insolvenza rimanessero stabili o aumentassero sono stati colti di sorpresa dal loro forte calo in maggio (diagramma di destra). A partire da metà aprile gli investitori paiono aver prestato crescente attenzione ai rischi idiosincratici, e ciò ha causato un ampliamento dello spread sulle tranche *equity* e perdite sulle posizioni lunghe in correlazioni (diagramma centrale). Dopo il declassamento di GM e Ford l'ampliamento si è accentuato. Alcuni *trader* avrebbero cercato di limitare le perdite liquidando le proprie posizioni. Ciò ha temporaneamente esercitato pressioni al ribasso sullo spread delle tranche *mezzanine*, amplificando così le perdite al valore di mercato. Sebbene di norma le variazioni nel differenziale delle tranche di questo tipo e le variazioni dell'indice presentino una correlazione positiva, ai primi di maggio esse si sono talvolta mosse in direzioni opposte.

All'accumularsi delle perdite su queste operazioni di arbitraggio gli investitori hanno ribilanciato i portafogli per adeguare le coperture, far fronte alle richieste di margini addizionali e ridurre l'esposizione al rischio. Ciò ha avuto ripercussioni negative sulla liquidità, specie nei mercati di indici e tranche di CDS. Molti investitori fortemente indebitati presentavano posizioni simili, e la concentrazione dell'attività ha accentuato il processo di *deleveraging*. Questo circolo vizioso è simile per natura, anche se non per entità, a quello del 1998, dopo la moratoria russa e il quasi tracollo di Long-Term Capital Management<sup>①</sup>. Tuttavia, a quell'epoca la volatilità si era propagata bruscamente da un mercato finanziario all'altro, mentre nel maggio 2005 gli sviluppi nei mercati derivati hanno avuto un impatto solo modesto su altri mercati. Il presunto vigore delle condizioni economiche sottostanti ha contribuito a circoscrivere il contagio, così come i miglioramenti nella gestione del rischio intervenuti dopo la crisi del 1998. In particolare, il grado di leva degli *hedge fund* sembra oggi sensibilmente inferiore a quello di allora<sup>②</sup>. Agli inizi del giugno scorso nessuna controparte risultava aver incontrato serie difficoltà di finanziamento a seguito delle perdite causate dal declassamento delle due case automobilistiche.

---

<sup>①</sup> Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, *A review of financial market events in autumn 1998*, BRI, ottobre 1999. <sup>②</sup> Cfr. P. McGuire, E. Remolona e K. Tsatsaronis, "Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005, pagg. 61-74.

2005, quando le condizioni finanziarie erano eccezionalmente favorevoli. In quel periodo i mutuatari dell'area emergente avevano raccolto sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti \$70 miliardi circa, il 13% in più

rispetto al corrispondente trimestre del 2004 (cfr. “I mercati internazionali dei titoli di debito”). L’attività di emissione è rallentata in aprile e maggio, rimanendo però in linea con i livelli del 2004.

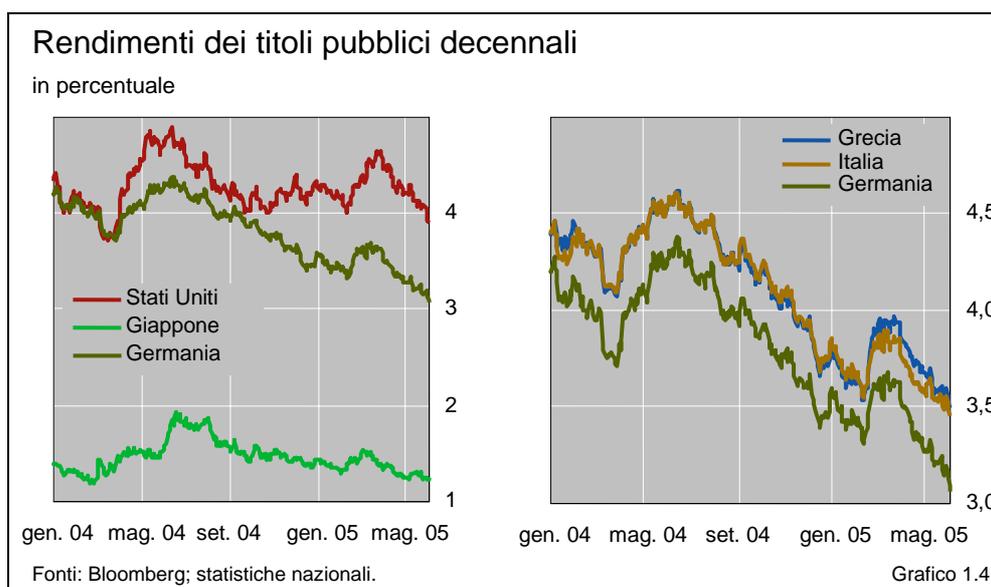
## Tornano a scendere i rendimenti a lungo termine

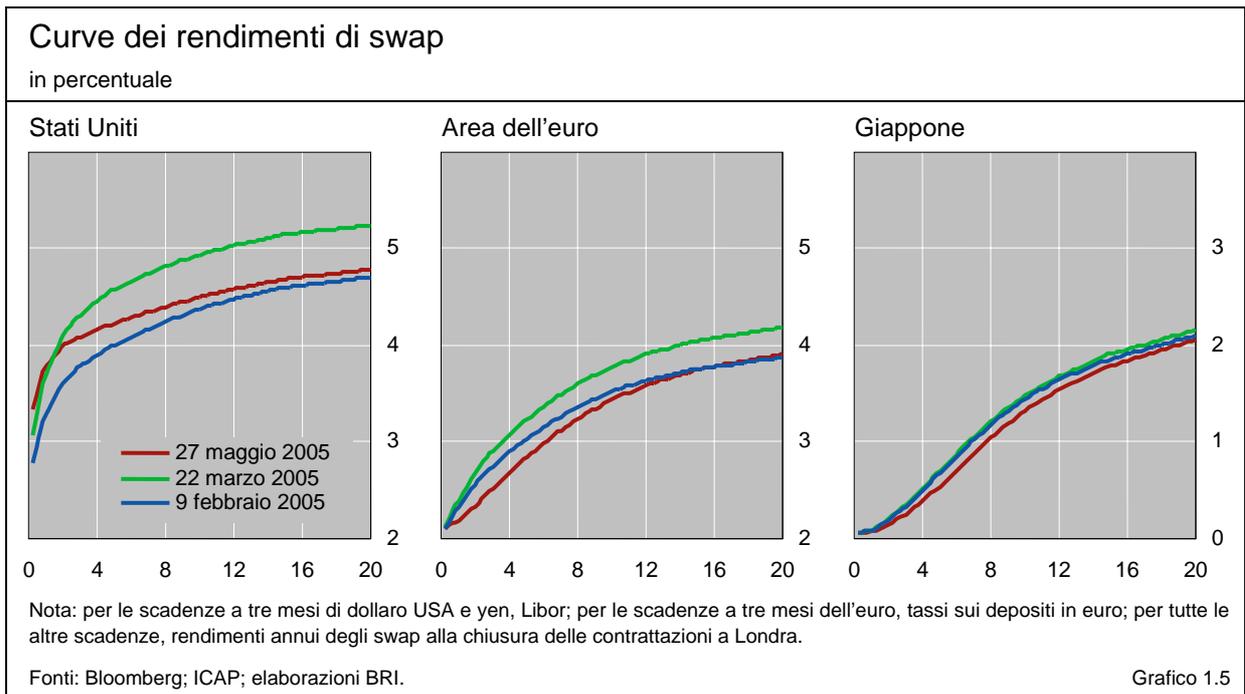
Nonostante l’ampliamento dei differenziali, i costi della raccolta di molti mutuatari del settore societario e dei mercati emergenti sono rimasti invariati o sono persino diminuiti in seguito al calo dei rendimenti nominali. Dopo una breve ascesa in febbraio, a fine marzo i rendimenti a lungo termine nei principali mercati hanno ripreso la loro tendenza calante (grafico 1.4). Dai massimi del 22 marzo, i rendimenti sul Treasury decennale sono scesi di 60 punti base portandosi il 24 maggio a quasi il 4%, cioè al disotto dei livelli che qualche mese prima erano considerati un “enigma” dal Presidente della Federal Reserve (grafico 1.5). Nello stesso periodo, i rendimenti sul Bund decennale sono scesi di 40 punti al 3,3%, il minimo dall’introduzione dell’euro.

I rendimenti in dollari hanno risentito in misura tutt’altro che trascurabile dei deludenti annunci macroeconomici. Di fatto, l’aumento di 8 punti base nei rendimenti del Treasury decennale seguito al nuovo richiamo della Fed sull’intensificarsi delle pressioni inflazionistiche il 22 marzo ha spinto i tassi a lunga ai livelli massimi del periodo. Successivamente, la diffusione di deboli indicatori macroeconomici tra fine marzo e aprile ha inciso in misura considerevole sui rendimenti (grafico 1.6). Ad esempio, i dati sulla scarsa fiducia dei consumatori annunciati a metà aprile e quelli sorprendentemente inferiori alla media diffusi due settimane dopo sull’andamento del PIL hanno contribuito a un calo sproporzionato dei rendimenti. Tutto ciò si è verificato nonostante il proseguimento della manovra di inasprimento della Fed e le reiterate dichiarazioni delle autorità statunitensi che prevedevano ulteriori “graduali” aumenti del tasso ufficiale.

L’aumento degli spread è compensato dai più bassi rendimenti

Il calo dei rendimenti è causato dai deludenti annunci macroeconomici ...





I deludenti dati macroeconomici non sono tuttavia la sola ragione del calo dei rendimenti statunitensi: vi è altresì evidenza di una domanda di valori rifugio, segnatamente titoli del Tesoro USA, originata da un'accresciuta avversione al rischio e dalla fase di vendite sui mercati creditizi cui si è accennato in precedenza. Gli annunci macroeconomici negli Stati Uniti hanno preso una piega più favorevole in maggio, a cominciare dalla diffusione, il 6 di quel mese, di un rapporto positivo sull'occupazione, ma i rendimenti sono rimasti contenuti. Il 10 maggio le voci di perdite nel settore dei fondi speculativi e i ribassi delle quotazioni bancarie avrebbero accresciuto la domanda di Treasuries, e i rendimenti *benchmark* sono scesi significativamente. Pochi giorni dopo, mentre i dati migliori del previsto sulle vendite al dettaglio di aprile esercitavano incipienti pressioni in vendita sul mercato dei Treasuries, una brusca fase di cessioni azionarie e i riscontri di uno spostamento di fondi a favore dei titoli pubblici hanno determinato in un solo giorno un'ulteriore flessione dei rendimenti, di 3 punti base. E per quanto in maggio l'annuncio del Tesoro USA circa il possibile rilancio di una note trentennale dopo una pausa di cinque anni abbia innescato considerevoli cessioni dei Treasuries a più lunga scadenza, i rendimenti del titolo *benchmark* decennale sono cresciuti solo di poco.

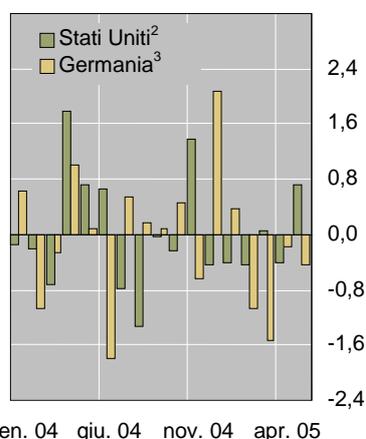
... e dalla domanda di attività sicure

Nell'area dell'euro le delusioni provenienti dai dati macroeconomici sono state ancor più persistenti, e i tassi sul Bund sono scesi a nuovi minimi storici. Lo scarto di rendimento fra titoli pubblici decennali di Stati Uniti e area dell'euro è cresciuto da circa 80 punti base nel primo trimestre a 90 punti più di recente. L'importante indice IFO sul clima di fiducia delle imprese ha registrato un crollo a sorpresa, toccando il 25 aprile il valore più basso da oltre un anno, che ha coinciso con una flessione di 4 punti base nei rendimenti del Bund. Questi e altri deboli dati macroeconomici che hanno interessato l'area dell'euro fino a

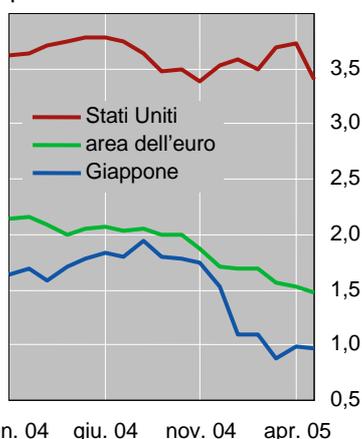
I rendimenti sul Bund scendono a livelli record

## Annunci macroeconomici

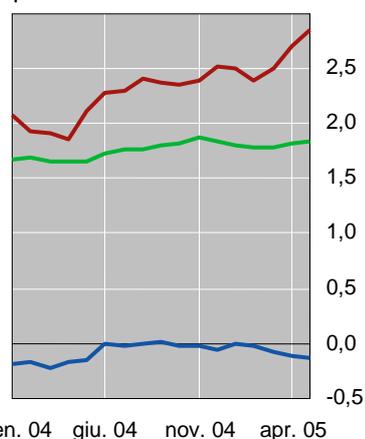
Sorprese contenute negli annunci<sup>1</sup>



Previsioni di crescita per il 2005<sup>4</sup>



Previsioni di inflazione per il 2005<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Differenza fra i dati effettivi e le previsioni prevalenti, normalizzata in base alla deviazione standard delle sorprese precedenti; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono stati pubblicati i dati effettivi. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Indagine sul clima di mercato in Germania condotta dall'Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo). <sup>4</sup> Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui è stata effettuata la previsione; variazioni percentuali sull'anno precedente.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

maggio hanno indotto molti analisti a posticipare le attese di un rialzo dei tassi ufficiali della BCE. Come spesso accade, i rendimenti sul Bund si sono mossi anche in risposta alle notizie macroeconomiche provenienti dagli Stati Uniti; essi sono ad esempio calati di qualche punto in seguito al rapporto sulla debole dinamica del PIL statunitense diffuso il 28 aprile.

Nel periodo sotto rassegna sono parimenti aumentati i differenziali tra rendimenti pubblici all'interno dell'area dell'euro, allorché gli investitori sono divenuti più sensibili ai problemi di bilancio dei singoli paesi. Italia e Grecia hanno visto gradualmente ampliarsi i rendimenti sul loro debito pubblico rispetto a quelli del Bund, di fronte al crescente scetticismo sulla loro capacità di rispettare gli obiettivi fiscali (grafico 1.4). È stata poi segnalata una domanda di titoli rifugio (Bund e obbligazioni in franchi svizzeri) alimentata dalla liquidazione – sulla scia di un generale disimpegno dalle posizioni speculative – dei *carry trade* aventi a oggetto i titoli dei paesi UE che si prevede entreranno a far parte dell'unione monetaria.

Anche in Giappone nel trimestre in esame i rendimenti sono diminuiti, ma in misura decisamente inferiore rispetto all'area dell'euro e agli Stati Uniti. I movimenti sul mercato obbligazionario nipponico sono parsi collegati al calo dei corsi azionari, più che ai segnali di ristagno del contesto macroeconomico. Vero è che la correzione al ribasso delle previsioni per l'IPC – in linea con le tendenze delle previsioni di Consensus Economics – annunciata dalla Bank of Japan il 28 aprile (grafico 1.6) ha di fatto provocato una flessione dei rendimenti, nell'ordine di pochi punti base. Ma i dati assai inferiori al previsto sulla produzione industriale resi noti il 30 marzo e l'indagine *Tankan* di quel mese, che evidenziava prospettive mediocri per il settore societario, hanno avuto effetti trascurabili sui rendimenti. Per converso, riduzioni giornaliere

I rendimenti in yen seguono la dinamica delle quotazioni azionarie

relativamente ampie dei rendimenti sui titoli decennali, di 3 e 4 punti base rispettivamente il 15 e il 18 aprile, hanno coinciso con le due maggiori flessioni giornaliere dei listini azionari. Un altro fattore che ha influito sui rendimenti verso fine maggio è stato l'annuncio dell'allungamento della *duration* di un importante indice obbligazionario, che avrebbe innalzato la domanda di titoli a lunga scadenza da parte dei fondi pensione.

## La ridotta propensione al rischio deprime i listini azionari

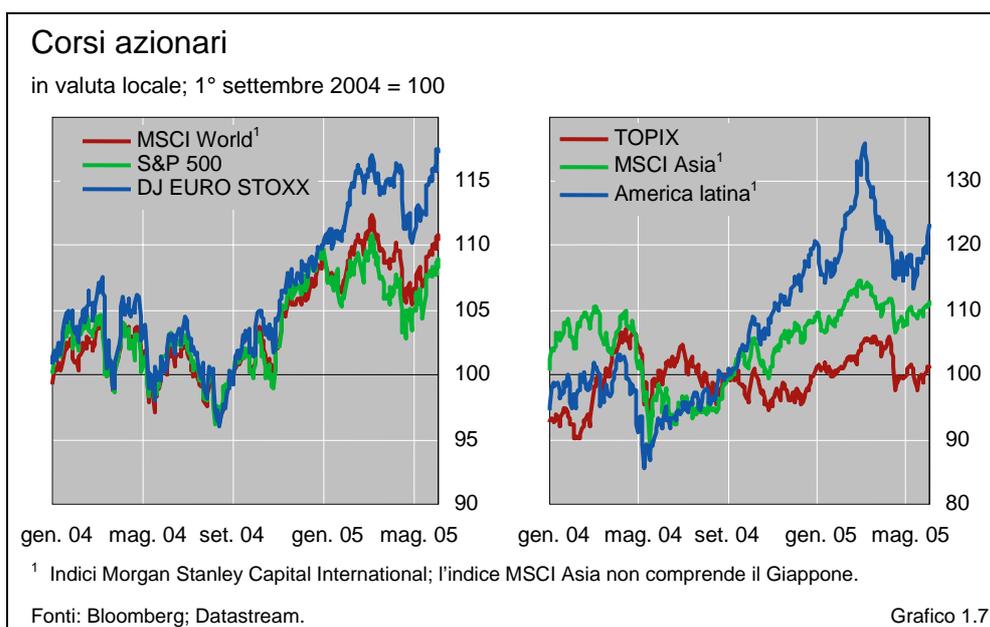
Tra i primi di marzo e maggio i mercati azionari hanno seguito un andamento discontinuo (grafico 1.7). Gli indici principali hanno perso terreno in marzo e aprile sulla scia di un calo nella propensione al rischio e di deboli dati macroeconomici. Nonostante il recupero di alcuni di questi indici in maggio, tra il 7 marzo e il 27 maggio il DJ EURO STOXX, l'S&P 500 e il Nikkei 225 hanno perso rispettivamente l'1, il 2 e il 6%; gli ultimi due indici si sono portati in prossimità o al disotto dei livelli di inizio anno.

In parziale concomitanza con la fase di vendite sui mercati obbligazionari, a metà aprile la volatilità è aumentata nettamente anche su tutti i principali mercati azionari. Le volatilità sia implicite sia storiche, scese agli inizi di quest'anno ai minimi dell'ultimo decennio circa, sono sembrate interrompere la tendenza discendente di lungo periodo, seppur abbiano ripreso a calare in maggio e continuano a situarsi ben al disotto dei livelli del 2002 (grafico 1.8, diagramma di sinistra).

Oltre alle aspettative di rischio degli investitori azionari è aumentata anche la loro avversione al rischio stesso. La misura della propensione al rischio qui impiegata è ottenuta dal prezzo delle opzioni su indici azionari e dalle volatilità storiche a livello sia di singoli mercati sia globale, e intende cogliere le differenze tra le aspettative e il prezzo del rischio sui mercati azionari. Dopo aver oscillato entro un intervallo ristretto di valori storicamente alti, dall'inizio

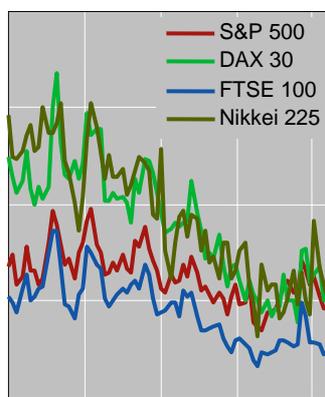
Quotazioni azionarie deboli in marzo e aprile ...

... sullo sfondo di una maggiore avversione al rischio ...



## Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari

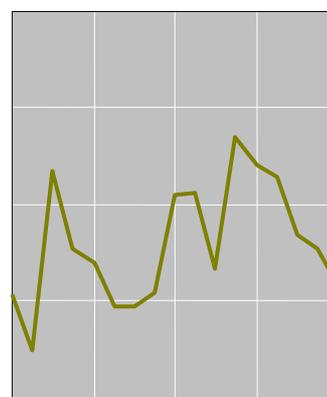
Volatilità implicite<sup>1</sup>



Indicatori della propensione al rischio<sup>2</sup>



Componente principale<sup>3</sup>



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

<sup>1</sup> Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* alla pari su indici azionari; medie settimanali. <sup>2</sup> Ricavati dalle differenze tra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. <sup>3</sup> Prima componente principale dei tre indicatori della propensione al rischio.

Fonti: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; elaborazioni BRI. Grafico 1.8

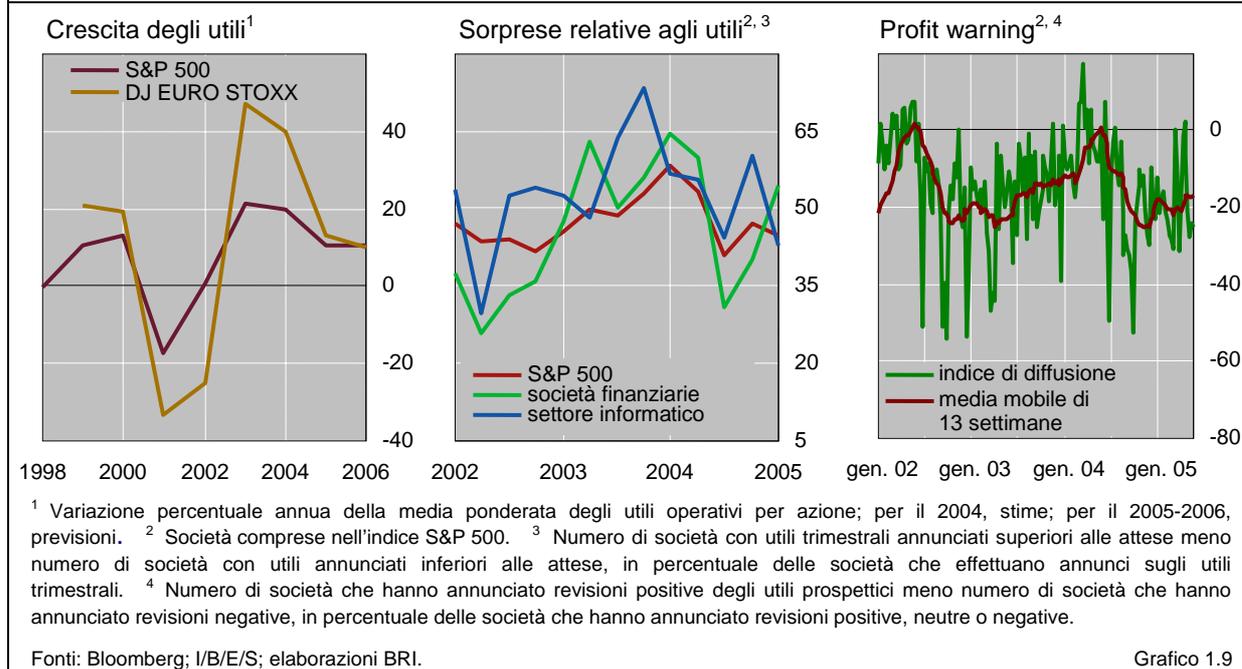
dell'anno la propensione al rischio è calata nettamente in Germania, negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Una misura sintetica della tolleranza al rischio in questi mercati era scesa alla metà di maggio su livelli non più osservati da metà 2004 (grafico 1.8, diagrammi centrale e di destra).

... e di deludenti  
andamenti  
economici

Notizie tutt'altro che ottimistiche sul fronte macroeconomico hanno palesemente contribuito alla debolezza degli indici USA fino ad aprile. In marzo l'attenzione degli investitori è sembrata focalizzarsi sui rischi di inflazione e sull'eventuale esigenza di un inasprimento monetario atto a contrastarli; i listini azionari sono arretrati bruscamente in seguito alle deludenti segnalazioni su prezzi alla produzione e al consumo, nonché alla dichiarazione del FOMC del 22 marzo secondo cui le pressioni inflazionistiche erano in aumento. In aprile l'attenzione si è spostata su un possibile rallentamento della domanda, e i corsi azionari hanno continuato a flettere significativamente di pari passo con gli annunci, il 13 aprile, di un mediocre andamento delle vendite al dettaglio e, il 15 aprile, di un depresso clima di fiducia di consumatori e imprese.

Nel trimestre in esame i mercati azionari degli Stati Uniti hanno sofferto nonostante annunci sui profitti complessivamente migliori del previsto. È vero che le deludenti prospettive sugli utili di IBM sono state citate fra le cause del calo del 2% nei principali indici di mercato il 15 aprile, ma in quel giorno altre primarie società quotate – come Citigroup e General Electric – hanno annunciato risultati economici superiori alle previsioni. A livello aggregato, il rapporto fra sorprese positive e negative sugli utili delle società dell'indice S&P 500, aumentato leggermente nell'ultimo trimestre 2004, è rimasto stabile nel 2005. Anche i *profit warning* hanno mostrato una tendenza positiva (grafico 1.9, diagramma di destra). L'accumularsi di annunci favorevoli sugli utili, unitamente alla ripresa dell'attività di fusione e acquisizione e alle migliorate

## Utili societari



notizie macroeconomiche (in particolare l'annuncio il 18 maggio di un calo nell'inflazione di fondo) hanno finito per favorire un marcato recupero dei principali indici in maggio.

I listini azionari europei hanno seguito una dinamica grosso modo simile a quella degli indici USA, con un brusco calo in marzo e in aprile seguito da un recupero in maggio. A differenza degli Stati Uniti, tuttavia, in Europa le notizie macroeconomiche sono rimaste a tinte fosche; ciò non ha impedito alla borsa di Francoforte di segnare notevoli guadagni di fronte alle aspettative che le riforme strutturali sarebbero state rafforzate dopo l'annuncio, il 22 maggio, di elezioni anticipate in Germania. Inoltre, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno tratto impulso dall'accresciuta attività di fusione e acquisizione.

Le azioni giapponesi sono state anch'esse oggetto di massicce cessioni a metà aprile, ma per ragioni in parte diverse. Il contesto macroeconomico è stato sì fonte di continui segnali scoraggianti: ad esempio, i modesti dati sulla spesa delle famiglie sono stati seguiti da un cedimento dei principali indici azionari il 29 marzo. Ma a deteriorare il clima di mercato hanno concorso in maniera decisiva anche le crescenti tensioni politiche con la Cina, culminate il 18 aprile con una caduta del 3,8% dell'indice Nikkei 225. Si è trattato della massima contrazione giornaliera dal 10 maggio 2004, e l'ultima in una serie di sei flessioni giornaliere consecutive che insieme hanno portato l'indice a perdere oltre l'8%. Invero, in quei giorni sono calate in misura anomala le quotazioni azionarie delle industrie manifatturiere e degli esportatori dell'industria pesante, per i quali la Cina rappresenta un importante mercato di sbocco. I principali indici azionari giapponesi non hanno però condiviso con gli altri mercati sviluppati la fase ascendente di maggio, in parte per l'assenza di notizie favorevoli sui piani di ristrutturazione che hanno invece caratterizzato altre economie industriali.

Le azioni giapponesi risentono delle tensioni con la Cina