



L'importanza del Tasso d'Interesse Variabile economica regolatrice dei Mercati

Il denaro, oltre che essere uno strumento, è un bene di per se.

Se ho bisogno di denaro vado al mercato (finanziario) per comprarlo: il suo costo è il tasso di interesse passivo

Se ho denaro disponibile vado al mercato (finanziario) a venderlo: il suo prezzo è il tasso di interesse attivo.

La misura del tasso di interesse influenza le decisioni degli investitori e dei risparmiatori, aumentando o diminuendo le disponibilità finanziarie a cui attingono le imprese e quindi influenzando le prospettive di crescita economica.

L'analisi del comportamento degli operatori è in grado di spiegare chiaramente l'impatto delle aspettative sulla struttura per scadenza dei tassi d'interesse.

Se si ipotizza ad esempio che sia atteso un incremento dei tassi di interesse, gli attuali detentori di attività finanziarie tenderanno di evitare di rimanere impegnati in titoli con rendimenti relativamente bassi; preferiranno investire solo per orizzonti temporali molto brevi, nell'attesa che alla scadenza possano nuovamente concedere prestiti a tassi d'interesse più elevati. Per questi motivi ci sarà una tendenza all'incremento dell'offerta di fondi a breve ed una corrispondente riduzione dell'offerta di fondi a lungo termine. Allo stesso modo però coloro che necessitano di prestiti vorranno impegnarsi all'attuale tasso d'interesse più basso, per la più lunga durata possibile, al fine di evitare il maggior costo per interessi futuro. In tal modo la domanda di fondi a lungo termine incrementerà, di fronte alle riduzioni nella domanda per fondi a breve termine. Questi cambiamenti sia nella domanda che nell'offerta di fondi per le diverse scadenze in una situazione in cui ci sono aspettative di crescita dei tassi, evidenziano un eccesso di offerta sulla domanda nel breve termine di fronte ad un eccesso di domanda sull'offerta nel lungo periodo. L'evidente effetto di questa situazione sarà il decremento dei tassi d'interesse a breve ed il corrispondente aumento dei tassi a lungo. L'intero processo ritornerà in equilibrio quando il gap tra tassi d'interesse a breve ed a lungo sarà sufficientemente esteso da compensare le aspettative del mercato per un futuro aumento del costo del denaro. Evidentemente quando le aspettative sono per una futura diminuzione dei tassi, la reazione degli operatori sarà esattamente opposta alla situazione descritta precedentemente. Le conseguenze saranno quindi l'incremento dei tassi d'interesse a breve e la corrispondente diminuzione dei tassi a lungo. Queste variazioni si rifletteranno generalmente in una curva dei rendimenti più piatta del normale; l'insolita curva decrescente (inverted yield curve) potrà essere osservata solo se l'aspettativa del mercato è per un futuro taglio del costo del denaro molto consistente e tale aspettativa si rivela essere molto fondata. In questo caso l'influenza del rischio e della propensione alla liquidità non è sufficiente a controbilanciare questa convinzione radicata di un futuro deciso ribasso dei tassi d'interesse.

La teoria economica cerca di definire una serie di condizioni in base alle quali sia possibile determinare l'esistenza di una funzione stabile che leghi fra loro i tassi su strumenti di diversa scadenza emessi, come si diceva, da operatori privi di rischio d'insolvenza.



LA TEORIA DELLE ASPETTATIVE

La teoria delle aspettative, come il nome suggerisce, è un modello della struttura per scadenza dei tassi che si basa sulla nozione di aspettative; in un determinato istante il divario tra i tassi a diverse scadenze può essere agevolmente spiegato dalle aspettative che il mercato ha rispetto al futuro tasso d'interesse, in particolare le attese sul tasso ad un anno.

Innanzitutto è opportuno esaminare la teoria delle aspettative nella sua versione più tradizionale, che ipotizzava un premio per il rischio nullo; le ipotesi originarie sviluppate in uno dei primi classici sull'argomento per sostenere questa teoria erano le seguenti:

a) tutti i soggetti coinvolti prevedono molto accuratamente quale sarà il futuro tasso d'interesse a breve termine. Non esistono costi di transazione, né per il prestatore né per il prenditore.

Esiste una completa disponibilità al trasferimento, sia per il prestatore che per il prenditore; è indifferente cioè per chi voglia investire (prendere a prestito) per la durata di dieci anni, acquistare (vendere) un titolo a dieci anni, o rinegoziare dieci volte un titolo annuale. Allo stesso modo è indifferente per chi investe (prende a prestito) per la durata di un anno, un titolo annuale oppure un titolo decennale da vendere (acquistare) dopo il primo anno. Questa teoria è costruita quindi su condizioni perfettamente competitive, in cui i partecipanti al mercato delle attività finanziarie hanno, o credono di avere, la perfetta conoscenza di tutti i futuri tassi d'interesse.

A questo punto basta un banale esempio per descrivere la teoria tradizionale delle aspettative. Si immagini che in un certo istante t si abbia:

$$r(t, t+1) = 4\%$$

$$r(t, t+2) = 5.981\%$$

$$\text{Et } r(t+1, t+2) = 8\%$$

Un individuo può cioè impiegare il suo risparmio per due anni (da t a $t+2$) al tasso del 5.981%, oppure investire per il primo anno al tasso del 4%, per poi impiegare nuovamente il suo capitale per il secondo anno ad un tasso che viene atteso attualmente essere il 8%. Evidentemente in entrambi i casi si ottiene un rendimento medio del 5.981%, e quindi il risparmiatore è indifferente rispetto alle due alternative di investimento. Se però il tasso d'interesse atteso per il prossimo anno fosse pari al 10%, il risparmiatore preferirebbe certamente acquistare il titolo ad un anno.

La domanda di titoli a breve aumenterebbe, mentre diminuirebbe la domanda di titoli a lungo; il conseguente movimento dei prezzi dei titoli riporterebbe quindi in linea tra di loro rendimenti attesi ed effettivi. **Quindi le differenze tra i tassi d'interesse dipendono esclusivamente dalle aspettative che il mercato ha rispetto ai tassi a breve termine; se le autorità monetarie volessero cambiare la struttura dei tassi, basterebbe loro influenzare le aspettative sul futuro tasso a breve termine.**

Dal momento che questa teoria non descrive il modo attraverso il quale si formano le aspettative, c'è spazio per un qualsiasi influsso su di esse tale da alterare il valore dei futuri tassi a breve, costruendo in questo modo una struttura dei tassi interamente nuova. Perciò ogni modello della curva dei rendimenti è compatibile con questa teoria, semplicemente ipotizzando l'appropriato cambiamento dei tassi a breve attesi.

Questo semplice modello di arbitraggio come teoria per la determinazione dei tassi d'interesse si fonda però su ipotesi comportamentali piuttosto forti, quali l'assenza di avversione al rischio da parte degli investitori ed aspettative omogenee.

=====

Dopo aver descritto la teoria delle aspettative come una formulazione che spiega l'andamento dei tassi a lungo termine in funzione dell'andamento atteso dei futuri tassi a breve termine, si ritiene utile fornire una breve sintesi delle ragioni che dal punto di vista teorico possono giustificare la presenza di un premio per il rischio costante o variabile nel tempo.

Questo contraddice parzialmente la teoria tradizionale delle aspettative, in quanto afferma che questa perfetta sostituibilità tra i titoli non esiste di per sè, ma può essere ottenuta attraverso il pagamento di un premio.

Le formulazioni più semplici considerano un premio dipendente dalla scadenza dello strumento finanziario; una tra le teorie più note di questo genere è certamente quella di Hicks: ...a parità di altri fattori, chi si impegna in un prestito a lungo termine si pone in una situazione più rischiosa...; ma ci sono alcuni individui (o imprese) per i quali questo non è valido, poiché sono già impegnati per lunghe scadenze ... Queste persone vorranno coprire le loro future forniture di materie prime e avranno quindi una forte propensione a prendere a prestito a lungo termine, propensione che non sembra esserci per l'altro lato del mercato...

Il mercato a lungo termine avrà una certa debolezza da un lato, il che offre un'opportunità per la speculazione...

Lo speculatore opererà nel mercato a lungo termine solamente se si attende di guadagnare a sufficienza per bilanciare il rischio in cui incorre...

I tassi attesi a lungo termine dovranno essere superiori ai tassi d'interessi attesi a breve. La spiegazione si fonda sulla propensione alla liquidità degli operatori, i quali richiederebbero un premio per rinunciare alla disponibilità di fondi proporzionale al periodo di tempo che li separa dal rimborso (teoria del premio per la liquidità). Se l'investitore è incerto su quale sarà il futuro tasso d'interesse, non si vorrà impegnare per lungo tempo per non sacrificare delle potenziali possibilità di guadagno; al contrario preferirà mantenere liquida la sua posizione, per poter decidere successivamente. Questo comportamento potrà essere modificato solo se il prestatore di breve periodo sarà indotto a superare la sua innata propensione per la liquidità, precisamente attraverso un premio per l'investimento a lungo termine.

Queste affermazioni trovano un forte supporto da molteplici fonti diverse; riportiamo ad esempio un commento dell'illustre Irving Fisher: ...esiste un gap tra il normale tasso a lungo termine ed il normale tasso a breve; il secondo sta in media al di sotto del primo, di un ammontare che può farsi risalire in parte alle preoccupazioni e agli inconvenienti in cui incorre chi prende a prestito dovendo continuamente rinnovare gli impegni a breve termine, ed in parte per una maggiore libertà di manovra, o facilità di disimpegno senza perdite, che il prestito a breve consente al prestatore.

Una seconda teoria che propone l'esistenza di un vettore costante di premi per il rischio è l'ipotesi di segmentazione dei mercati finanziari (Hedging Pressure Theory), secondo la quale diversi investitori hanno diversi orizzonti temporali, e quindi preferiscono investire in titoli che presentano una certa scadenza, a meno che ci sia un forte premio che li convince ad abbandonare il proprio habitat preferito per acquistare titoli che sono rischiosi, dato che implicano un rimborso in un momento che non coincide con la scadenza desiderata. Si assume quindi che questi habitat preferiti siano determinati esclusivamente dalla particolare struttura degli impegni dei vari investitori; le attività saranno detenute in modo da combaciare con le fonti. Se ad esempio si devono affrontare prevalentemente impegni a lungo termine, la domanda sarà per titoli a lungo termine. Gli investitori non potranno essere influenzati dalle aspettative; l'attività speculativa non potrà esistere, dal momento che il comportamento finanziario dell'investitore sarà governato solamente dalla volontà di essere certi di poter far fronte puntualmente alle proprie obbligazioni. La forma debole della teoria della segmentazione dei mercati finanziari, ed anche la più realistica, ammette che ci siano degli spostamenti dalle esigenze preferite, quando esistono delle buone opportunità di guadagno, tali da controbilanciare l'innata propensione alla copertura finanziaria. Queste opportunità possono essere agevolmente rappresentate da un premio per il rischio. La differenza sostanziale tra la teoria del premio per la liquidità precedentemente citata e la

Hedging Pressure Theory, riguarda l'andamento dei premi per il rischio al variare della scadenza; mentre nel primo caso la relazione tra premio e scadenza è necessariamente monotona, diversa è la situazione nel modello di segmentazione dei mercati; in questo secondo caso la relazione tra scadenza e premio dipende dalle funzioni di domanda dei vari operatori finanziari, dalla distribuzione di ricchezza tra gli stessi e dalla distribuzione per scadenza dei titoli esistenti. Entrambi i modelli possono comunque essere ricompresi nell'ambito della teoria delle aspettative, la quale viene affinata rispetto alla sua versione tradizionale, per comprendere un premio per il rischio costante nel tempo. In realtà sono stati sviluppati anche modelli con premio per il rischio variabile nel tempo; nella formulazione più nota si propone uno schema intertemporale per la valutazione delle attività finanziarie. Tale valutazione dipende dal valore attuale dei flussi di cassa attesi per il futuro, scontati ad un tasso d'interesse che comprende anche un premio per il rischio in funzione della covarianza tra i flussi di cassa dell'attività in questione e l'utilità marginale dell'individuo.

Questa covarianza dipende dall'andamento di variabili di stato che contraddistinguono il sistema e dalle scelte ottime di consumo della collettività. Le premesse da cui parte il modello sono state giudicate troppo astratte per essere utili a scopi empirici, in particolare con riferimento all'ipotesi di mercati perfetti e alla supposta completa somiglianza di tutti gli agenti.

Nonostante questo, alcuni autori hanno tentato di rendere le implicazioni del modello intertemporale maggiormente utilizzabili per la verifica empirica, ipotizzando ad esempio l'esistenza di una sola variabile di stato, il tasso d'interesse a breve termine, in base al quale determinare l'intera struttura dei tassi d'interesse. Altri hanno ipotizzato una determinata funzione di utilità ed in base a questa hanno tentato di derivare una relazione tra rendimenti attesi delle diverse attività finanziarie e tasso marginale atteso di sostituzione.

Tra le prime analisi empiriche, basate principalmente sul confronto tra tassi a termine e successivi tassi a breve, è interessante il lavoro di Malkiel, volto a confrontare la teoria delle aspettative con quella dei mercati segmentati; l'obiettivo è quello di raccogliere utile evidenza empirica circa i processi di selezione di portafoglio da parte di investitori istituzionali, per analizzarne la propensione all'abbandono dell'habitat preferito. Occorre ricordare anche la metodologia di verifica econometrica proposta da Meiselman, che rappresentava un'idea completamente nuova: un meccanismo di formazione delle aspettative del futuro andamento dei tassi d'interesse a breve termine, noto come meccanismo di correzione dell'errore. Lo scopo era quello di sottolineare l'importanza di effettuare delle ipotesi circa i meccanismi di formazione delle aspettative degli operatori, per giungere ad un test della validità della teoria. Questo approccio fu criticato dai contributi successivi, in quanto la validità della teoria poteva essere confutata soltanto a causa di un errore nelle ipotesi circa la formazione delle aspettative; non era possibile cioè attribuire con sicurezza il rifiuto dell'ipotesi che il tasso a lungo rappresentasse la media dei tassi a breve attesi nel futuro, ad un fallimento vero e proprio della teoria o ad un errore nell'ipotesi di formazione delle aspettative da parte del mercato. L'errore di previsione è infatti uno solo degli elementi compresi nell'insieme informativo degli agenti, che utilizzano anche molte altre componenti; l'idea di Meiselman può essere interpretata semplicemente come una proiezione della differenza tra i tassi a termine su un particolare elemento dell'insieme informativo degli operatori. La metodologia di Meiselman venne però migliorata successivamente ed utilizzata per la verifica empirica da Modigliani e Shiller, che analizzarono innanzitutto le proprietà di una regressione del tasso d'interesse a breve termine sui suoi valori passati e utilizzarono poi la teoria delle aspettative per calcolare quale sarebbe stato il tasso d'interesse a lungo termine se gli operatori avessero usato quella particolare equazione di regressione, per formare le aspettative circa il futuro andamento del tasso a breve termine. Il tasso a lungo termine così calcolato venne successivamente confrontato con quello effettivo, riscontrando una certa somiglianza e deponendo quindi a favore della teoria delle aspettative. Le verifiche empiriche più recenti si basano prevalentemente sulla valutazione della capacità previsiva del tasso a termine implicitamente calcolato dalla struttura dei tassi d'interesse, senza alcun modello esplicito

circa il meccanismo di formazione delle aspettative, ma sempre ipotizzando aspettative razionali.

In questo modo si afferma, in modo più generico, che gli operatori non compiono errori di previsione che siano sistematicamente correlati con l'informazione disponibile nel momento in cui si effettua la previsione. Naturalmente non ci si è liberati completamente del problema circa il vero meccanismo di formazione delle aspettative usato dal mercato; un eventuale rifiuto della teoria delle aspettative circa la formazione dei tassi d'interesse può avvenire ancora anche quando questa sia valida, e quindi si sta procedendo ad una verifica simultanea delle sue ipotesi. Il margine di rischio dovuto ad un eventualità di questo tipo (cioè rifiuto di una teoria valida a causa di problemi connessi all'ipotesi sul meccanismo di formazione delle aspettative) sembra molto ridotto rispetto al caso in cui il test si basava in modo essenziale su uno specifico modello di formazione delle aspettative.

=====

Lo scarto tra tassi d'interesse rispetto alle diverse scadenze descritto dalla curva dei rendimenti rappresenta un continuum dal breve al lungo termine; tuttavia va fatta una fondamentale distinzione tra i fattori principali che determinano il livello ed i cambiamenti nei tassi ai due estremi della scala temporale. I tassi a brevissimo termine sono solitamente dominati dalle operazioni effettuate nel mercato monetario dalla banca centrale, generalmente per obiettivi di politica monetaria. I tassi a lungo termine sono al contrario prevalentemente influenzati da forze di mercato, quali il governo nel soddisfacimento del fabbisogno finanziario pubblico, la domanda di fondi a lungo termine del settore privato, e le aspettative sul futuro andamento del tasso d'inflazione. Tuttavia la forte connessione tra i tassi d'interesse a diversa scadenza implicita nella curva dei rendimenti è evidente anche dal punto di vista empirico, dato che un forte cambiamento dei tassi a breve (indotto ad esempio dall'azione della banca centrale) si riflette generalmente in un cambiamento di minore entità, nella stessa direzione, dei tassi a lungo termine. Perciò la variazione del costo del denaro nel mercato monetario a brevissimo termine si trasmette velocemente sull'intera scala temporale delle scadenze fino al mercato dei titoli di Stato di lunghissimo termine.

Questo processo di trasmissione non richiede naturalmente che i possessori di attività finanziarie a breve termine si spostino verso impieghi che stanno all'altro estremo della scala temporale; sono certamente mercati separati, nei quali l'approccio all'investimento è diverso.

Piuttosto è probabile che si verifichi una successione di piccoli spostamenti nell'ambito delle diverse scadenze, sufficiente comunque perché abbia luogo la trasmissione dell'impulso (ripple effect).

Nonostante quello appena descritto sia il modello generale, si possono verificare delle situazioni in cui la variazione dei tassi d'interesse a breve si ripercuote su un cambiamento di segno opposto dei tassi a lungo. Questo caso si verifica frequentemente quando il cambiamento nei tassi a breve genera delle diverse aspettative riguardo all'inflazione. Ad esempio, se l'aumento del costo del denaro per finanziamenti con scadenza ridotta viene percepito come una decisa misura antinflazionistica, il tasso a lunga scadenza potrebbe indebolirsi con una curva dei rendimenti più appiattita.

La rilevanza del tasso d'interesse per l'andamento del mercato azionario dipende innanzitutto dalla sua natura di variabile chiave nei modelli teorici di formazione dei corsi azionari; ci si trova di fronte in primo luogo ad un impatto diretto sul valore attuale degli utili attesi, che viene penalizzato (avvantaggiato) da un rialzo (riduzione) del livello dei tassi d'interesse. In secondo luogo è l'entità degli utili attesi stessi che può essere influenzata, in considerazione del fatto che il livello dei tassi influisce sulla struttura di costo dell'impresa. Non va tralasciato inoltre l'elemento aspettative; infatti la variabile tasso d'interesse informa il mercato sia sulla politica economica (tassi a breve), che sulla fiducia assegnata a quella politica (tassi a lungo).

Tutto questo, unito al fatto che è una delle poche variabili il cui valore è continuamente rilevato, fa dei tassi d'interesse un elemento chiave nella formazione delle attese del mercato.

Le oscillazioni del tasso d'interesse esercitano anche un elevato impatto sul livello di competitività posseduto dalle varie attività finanziarie, in relazione alla loro capacità di attrarre capitali. Si può ritenere quasi intuitivo che debba esistere un legame tra le azioni e gli investimenti ad esse alternativi in quanto, per uno stesso principio di convenienza economica, i vari rendimenti tendono a livellarsi.

Il rapporto più evidente è certamente quello esistente tra titoli azionari ed obbligazionari; l'investitore esprime il proprio giudizio circa la convenienza relativa all'acquisto di azioni o obbligazioni. Infatti se i tassi d'interesse salgono più rapidamente di quanto possa aumentare il livello dei profitti aziendali, le obbligazioni divengono sempre più convenienti: un flusso di liquidità abbandonerà perciò il mercato azionario per dirigersi verso il mercato dei titoli a reddito fisso. Le azioni diminuiranno i prezzi finché il loro livello non sarà di nuovo percepito dagli operatori come relativamente interessante.

=====
L'effetto delle variazioni del costo del denaro su ogni specifico settore azionario saranno diverse a seconda del livello effettivo di profittabilità e a seconda delle aspettative sulle prospettive future; generalmente i titoli più penalizzati saranno comunque le azioni di risparmio e privilegiate, che vengono detenute principalmente per la loro redditività. Anche le azioni di aziende fornitrici di pubblici servizi (utilities) risultano essere fortemente e direttamente sensibili al tasso d'interesse; non solo, come è stato precedentemente affermato, per il loro elevato grado di indebitamento, ma anche perché vantano generalmente tassi di dividendo piuttosto attraenti rispetto alle prospettive di un loro futuro aumento. Al contrario le azioni delle aziende che attraversano una fase di forte espansione, e che provvedono al loro fabbisogno finanziario per buona parte mediante autofinanziamento, corrispondono bassi dividendi ed allo stesso tempo risultano scarsamente influenzate dall'evoluzione dei tassi d'interesse. Queste azioni vengono acquistate generalmente allo scopo di anticipare un loro futuro elevato livello di profitti, piuttosto che al fine di ottenere un immediato rendimento. Un indicatore che risulta molto importante per valutare l'andamento relativo dei rendimenti di obbligazioni ed azioni è lo yield to equity ratio; questo indicatore rappresenta una misura del risk premium, cioè la remunerazione che l'investitore percepisce investendo su mercati rischiosi.

Lo yield to equity ratio viene costruito tramite il rapporto tra il rendimento delle obbligazioni (utilizzando usualmente i titoli di stato) e il rendimento delle azioni (generalmente espresso dal rapporto Price/Earnings). Più tale rapporto è alto, più è un segnale positivo per l'investimento azionario, a scapito dell'investimento in obbligazioni. La situazione contraria ha caratterizzato invece, ad esempio, il crollo del 1987 negli Stati Uniti: i prezzi dei corsi azionari erano saliti in continuazione e lo yield to equity ratio era ad un livello storicamente molto basso, segnalando che in poco tempo gli investitori avrebbero ritenuto più conveniente investire in titoli privi di rischio. Allo stesso modo all'inizio del 1994 le elevate valutazioni di borsa rispetto al tasso d'interesse avevano portato lo yield to equity ratio a livelli così bassi da ingenerare un elemento di forte preoccupazione tra gli analisti; infatti il successivo aumento dei tassi ufficiali effettuato dalla Fed, ha evidenziato che la crescita dei profitti delle società sarebbe prima o poi decelerata. Il mercato azionario ha dunque reagito negativamente, chiudendo l'annata borsistica con una variazione negativa rispetto ad inizio anno. Per concludere questo paragrafo dedicato agli effetti delle variazioni del tasso d'interesse sulla propensione all'investimento in azioni, va ricordato che negli Stati Uniti accade frequentemente che l'investimento azionario venga finanziato attraverso il ricorso all'indebitamento (margin debt) e quindi la variazione del costo del denaro altera la convenienza a detenere tali posizioni. Il margin debt è infatti il denaro prestato ai clienti dagli agenti di cambio americani, a fronte di titoli dati in pegno. Le conseguenze di tassi

d'interesse crescenti sono evidenti; il costo del debito aumenta e diventa quindi meno conveniente; si manifesta perciò una avversione crescente degli operatori verso ulteriore indebitamento via via che il suo costo aumenta e, quando l'onere diviene eccessivo, alcuni titoli vengono liquidati e viene rimborsato il debito. A parte il caso specifico americano, questa relazione dovrebbe essere tanto più valida quanto più il mercato oggetto di analisi si basa sulla speculazione, che per alimentarsi ha bisogno di facilità di ricorso al credito, di effettuare riporti a buon mercato, ... operazioni più difficili e costose in periodi di restrizione monetaria.

In corrispondenza dei rispettivi massimi ciclici, l'andamento del mercato del debito tende ad anticipare quello azionario. Le caratteristiche di tale anticipo e l'entità della discesa dei prezzi delle obbligazioni variano da ciclo a ciclo. I tassi a breve termine sono solitamente i primi che iniziano a crescere, seguiti poi dai tassi a lungo termine.

I tassi del mercato monetario risultano essere i più sensibili alle condizioni dell'economia; le decisioni aziendali relative al rinnovo delle scorte, ad esempio, per cui è necessario un cospicuo ammontare di capitali a breve termine, sono prese in modo molto più snello rispetto a quelle relative all'indebitamento a lungo termine, necessario a finanziare impianti e macchinari. Quindi, seguire costantemente i tassi a breve ad esempio sulle commercial paper può dare una valida indicazione delle pressioni finanziarie e delle tendenze dei tassi nel settore privato.

Non esistono regole rapide e certe che pongano in relazione l'entità del successivo declino con il periodo di tempo che separa i massimi dei prezzi delle obbligazioni e delle azioni. Così nel 1959 i mercati monetari ed obbligazionari fecero segnare un massimo rispettivamente diciotto e diciassette mesi prima del massimo del Dow Jones; questo in confronto rispettivamente, agli undici mesi e ad un mese di anticipo sul massimo del mercato toro del 1973. Malgrado poi il declino dei mercati obbligazionari e monetario fosse più marcato e di durata superiore nel 1959, l'indice Dow, come media mensile, perse soltanto il 13% rispetto al 42% del mercato orso 1973-74. Ciò che è significativo è che ogni massimo ciclico del mercato azionario in questo secolo è stato preceduto da, o si è presentato in concomitanza di, un massimo in entrambi i mercati del debito a breve e a lungo.

Un'ulteriore caratteristica dei massimi ciclici è che il prezzo delle obbligazioni di qualità migliore (cioè quelle emesse dal Tesoro o quelle emesse da società con rating AAA) diminuisce in anticipo rispetto a quello delle obbligazioni di qualità inferiore. Questo fenomeno è il risultato di due fattori; innanzitutto negli ultimi stadi delle fasi di espansione economica aumenta la domanda di finanziamento da parte del settore privato. Le banche commerciali, che sono i maggiori detentori istituzionali di titoli di Stato, sono anche i prestatori di ultima istanza per i privati che prendono a prestito; via via che la domanda di finanziamento aumenta le banche aumentano le loro vendite di titoli di Stato e di altri investimenti di prestiti bancari. Si innesca così un effetto secondario sia lungo la curva dei rendimenti sia nei confronti di emissioni di qualità inferiore. Tali pressioni spingono verso l'alto i rendimenti su obbligazioni di alta qualità, e al tempo stesso sono indicative delle condizioni positive degli affari, le quali inducono gli investitori a diventare meno cauti. Di conseguenza, gli investitori sono ben disposti a ignorare i rendimenti prudenziali sulle obbligazioni di alta qualità a favore dei più remunerativi strumenti di debito di qualità inferiore; così, per un certo tempo, queste obbligazioni aumentano di prezzo, mentre le obbligazioni di qualità superiore diminuiscono. In corrispondenza dei minimi ciclici valgono relazioni simili, nel senso che le obbligazioni di buona qualità sono in anticipo rispetto agli strumenti di debito di qualità inferiore ed alle azioni.

Storicamente le caratteristiche di anticipo dei mercati sono meno evidenti per i minimi che per i massimi ciclici, e talvolta i prezzi di obbligazioni ed azioni completano un minimo simultaneamente.

=====
Il trend dei tassi d'interesse è pertanto un buon punto di riferimento per individuare i minimi

del mercato azionario. Il punto chiave da tenere presente non è rappresentato tanto dal livello a cui si trovano i tassi, ma dalla forza con cui essi crescono, o diminuiscono.

=====
Un metodo per determinare quando un cambiamento nel tasso d'interesse possa essere sufficiente ad influenzare il mercato azionario, consiste nel sovrapporre graficamente l'andamento di due indicatori Rate Of Change (si tratta di un semplice tasso di variazione), uno relativo al tasso e l'altro alle azioni. L'indicatore ROC è un semplice indicatore di momentum, molto noto in analisi tecnica, utile per trarre delle indicazioni sulle latenti condizioni di forza o di debolezza presenti in una tendenza. Si tratta di calcolare il tasso al quale varia il prezzo in un determinato intervallo di tempo: se, ad esempio, si desidera costruire un indicatore che misuri il ROC su cinque settimane, il prezzo corrente va diviso per il prezzo di cinque settimane prima. Il successivo valore dell'indice sarà calcolato dividendo il prezzo della settimana prossima con quello di quattro settimane fa. Quindi, i segnali di acquisto (di vendita) vengono generati quando il ROC relativo ai tassi oltrepassa verso il basso (verso l'alto) quello relativo all'indice dei prezzi azionari. Infatti il mercato azionario può crescere anche in presenza di un aumento dei tassi d'interesse; questo metodo ci segnala però quando la crescita dei tassi è maggiore di quella delle azioni e viceversa. Un metodo alternativo alla relazione tra i tassi di variazione dei tassi a breve e del mercato azionario appena illustrato, consiste nella considerazione che un rialzo delle quotazioni azionarie è in genere più robusto se avviene in presenza di un ribasso dei tassi e viceversa. Il nuovo indicatore detto Money Flow Index, può quindi essere derivato dal rapporto tra una media indice del mercato azionario, come ad esempio lo S&P 500, e il tasso di rendimento di uno strumento del mercato monetario, come ad esempio la commercial paper a quattro mesi. Se i tassi a breve confermano la loro storica tendenza ad anticipare le svolte cicliche del mercato azionario, ne consegue che anche l'indicatore così calcolato tenderà in corrispondenza dei minimi del mercato a formare i propri in anticipo; in corrispondenza dei massimi delle azioni, viceversa, tenderà a far segnare i propri massimi anticipatamente oppure ad aumentare meno rapidamente rispetto ai prezzi del mercato azionario. Verifiche effettuate sul comportamento storico del Money Flow Index, evidenziano che ad ogni segnale d'acquisto è seguito un mercato toro, ad eccezione del 1989.

I cambiamenti di tendenza registrati nel tasso di sconto, rispecchiano i mutamenti di politica economica tenuta dalla banca centrale (prima per l'Italia era competente quella italiana ora, con l'avvento della UE, c'è quella europea). La banca centrale possiede tutti gli strumenti per poter orientare la struttura dei tassi di mercato, specialmente quelli a breve termine.

L'atteggiamento di politica monetaria della banca centrale è improntato ad un ottica di medio termine, e quindi tende a mantenere i tassi invariati almeno per alcuni mesi, allo scopo di creare un clima di continuità e stabilità. Attraverso l'analisi del suo operato è possibile determinare le inversioni di tendenza primarie relative ai tassi d'interesse. Per questi motivi i cambiamenti di politica monetaria tenuta dalla banca centrale hanno un forte impatto psicologico sui mercati.

=====
Negli Stati Uniti ogni singolo massimo di mercato toro delle azioni è stato preceduto da una crescita del tasso di sconto, ad eccezione degli anni della depressione, della guerra, del 1937, 1939 e 1976.

I tempi di anticipo sono variati; nel 1973 il massimo di mercato toro fu preceduto solo tre giorni prima dal rialzo del tasso di sconto, mentre il massimo del mercato azionario del 1956 fu preceduto da non meno di cinque rialzi consecutivi del tasso di sconto. Una regola piuttosto nota tra gli operatori di Wall Street recita: "Three steps and stumble!". Il suo significato è quello di sottolineare come dopo tre rialzi successivi, la politica monetaria si è sicuramente modificata in senso restrittivo; in queste situazioni le quotazioni azionarie sono generalmente soggette ad un processo di correzione e quindi a dirigersi

verso un mercato orso. Anche il taglio del tasso di sconto è molto importante; generalmente fino a quando vengono operate riduzioni del tasso di sconto, il trend primario crescente del mercato azionario dovrebbe essere considerato intanto, in quanto anche dopo l'ultimo taglio del tasso, il prezzo delle azioni può far segnare un ulteriore considerevole periodo di crescita. In realtà la tendenza decrescente del tasso di sconto può essere interrotta da temporanei rialzi, prima di proseguire nuovamente verso il ribasso; pertanto il minimo ciclico va individuato quando dopo una serie di tagli, il tasso resta invariato per un periodo per lo meno superiore all'anno, o quando il potenziale minimo è seguito da due o più strette monetarie effettuate in due differenti mesi. È opportuno esaminare alcuni episodi concreti per comprendere come il cambiamento del tasso di sconto bancario possa influenzare pesantemente le aspettative del mercato; presenteremo brevemente ciò che avvenne negli Stati Uniti all'inizio degli anni 80 e all'inizio degli anni 90. Tra il 1979 e il 1980 la svolta fortemente restrittiva della politica monetaria statunitense è evidente proprio per la serie di aumenti del tasso ufficiale di sconto bancario ad opera della FED (Federal Reserve) fino al livello del 13% del febbraio 1980. Dal mese di maggio del 1980 però i tassi vengono ridotti fino al mese di luglio con un tasso di sconto bancario al 10%, per poi risalire e giungere ad un nuovo massimo nel mese di dicembre a quota 13% (si osservi la figura sottostante).

Fra i 90 outliers riconducibili ad una sola variabile economica, ben 25 sono spiegati dal tasso d'interesse. Tra questi 25 casi, ce ne sono 8 che vengono fatti risalire all'autonomo modificarsi delle aspettative, cioè in assenza di notizie specifiche; la variazione dell'indice di borsa è la reazione ad una notizia che proviene dall'interno del mercato, come il catalizzarsi di attese sulle variazioni dei tassi autoprodotte dal mercato stesso.

I tassi d'interesse sono infatti la variabile economica che appare più frequentemente come attesa; ciò è indicativo del fatto, innanzitutto che si tratta di una variabile il cui valore viene continuamente rilevato e in secondo luogo si tratta di una variabile che informa il mercato sia sulla politica economica (tassi a breve), sia sulla fiducia assegnata a quella politica (tassi a lungo).

=====

In 22 casi (di cui 12 come variabile attesa) i tassi d'interesse compaiono in coppia con altre variabili.

Il numero totale di episodi in cui compare la variabile tassi è quindi pari a 47; di questi episodi 30 si riferiscono a tassi a breve, 14 casi a tassi a lungo ed in 3 casi compaiono sia tassi a breve che tassi a lungo. Le attese, che rappresentano dunque 20 casi su 47, riguardano principalmente i tassi a breve (17 casi su 20). **Quando i tassi d'interesse compaiono in coppia con altre variabili, il partner più frequente è il Prodotto Interno Lordo (7 casi su 22). Questa associazione non è casuale; la frequenza con cui appare la coppia tassi-Pil indica che gli operatori adottano talvolta congiuntamente le due prospettive di valutazione del mercato azionario, quella reale e quella finanziaria.** Le due ottiche di valutazione possono condurre ad indicazioni coerenti sul futuro andamento dei prezzi azionari (ad esempio, attese di crescita del Pil e di riduzione dei tassi che spingono al rialzo l'indice di borsa) e possono quindi operare congiuntamente. In altri casi, le indicazioni tratte delineano un quadro meno chiaro (ad esempio le attese di crescita del Pil possono indurre delle aspettative di incremento dell'inflazione e di conseguenza di un mutamento in senso restrittivo della politica monetaria); prevale allora la prospettiva di valutazione finanziaria.

Questa affermazione è confermata dal fatto che la variabile Pil presenta la maggiore alternanza di segno nella relazione con l'indice azionario; tale alternanza indica appunto che il mercato: 1) Può adottare una prospettiva di valutazione finanziaria, in cui una variazione del Pil implica la variazione in senso contrario dell'indice azionario, perché è possibile il cambiamento del livello dei tassi d'interesse nella stessa direzione della variazione del Pil. 2) Può adottare una prospettiva di valutazione reale, in cui una variazione

del Pil implica la variazione dello stesso segno dell'indice azionario, perché viene percepita la capacità delle imprese di produrre reddito. I tassi d'interesse rappresentano la variabile di trasmissione che più di frequente appare nelle catene causali che dalla variabile economica conducono all'indice di borsa; infatti oltre all'influenza prevalente sulle variazioni del Pil, anche per il tasso di disoccupazione si può notare una relazione positiva con l'indice azionario, spiegabile solo con le attese di riduzione (o aumento) dei tassi d'interesse ingenerate da un aumento (o riduzione) del numero di disoccupati. Così anche per inflazione, tasso di cambio, prezzo del petrolio, aggregati monetari. In conclusione, quindi, l'importanza del livello dei tassi d'interesse per l'andamento del mercato azionario non risiede solo nelle conseguenze dirette sulle quotazioni, bensì anche nelle sue caratteristiche di principale variabile di trasmissione. Il mercato, come risulta da questa indagine, può rivedere drasticamente le proprie valutazioni soprattutto in relazione all'andamento del tasso d'interesse, come direttamente osservato oppure prevedibile in base a notizie su altre variabili, che possono fungere da segnali indiretti.

Influenza delle variabili economiche sui mercati

La tabella seguente esprime un quadro sintetico delle relazioni esistenti tra l' aumento di ciascuna delle principali variabili macro e l' andamento dei vari mercati. Una relazione positiva significa che l' aumento della variabile provoca normalmente un aumento nelle quotazioni del mercato, mentre una relazione negativa indica che l' aumento della variabile provoca una discesa nelle quotazioni del mercato. L' intensità della relazione indica la probabilità del verificarsi della relazione. “ Forte” indica che la variazione della variabile economica molto probabilmente si riflette sul mercato, mentre “ Debole” indica che la relazione è più incerta.

RELAZIONE ED INTENSITÀ TRA INDICATORI ECONOMICI E MERCATI FINANZIARI				
INDICATORE	MERCATI			
	OBBLIGAZIONARIO	AZIONARIO	VALUTARIO (1)	MAT. PRIME (2)
Pil	Negativa - Forte	Positiva - Forte	Positiva - Debole	Positiva - Forte
Disoccupazione	Positiva - Forte	Negativa (3) - Debole	Negativa - Debole	
Inflazione	Negativa - Forte	Negativa (4) - Forte	Negativa - Forte	Positiva - Debole
Tassi di Interesse	Negativa - Forte	Negativa - Forte	Positiva - Forte	

Note: (1) La relazione si riferisce al differenziale tra i due paesi e va intesa come positiva in caso di rivalutazione della moneta nazionale.

(2) La relazione valida considerando le variabili su scala mondiale, non soltanto nazionale.

(3) In caso di bassa crescita in atto. In caso di surriscaldamento economico la relazione è positiva.

(4) In caso di livelli rilevanti. In caso di inflazione molto bassa o deflazione la relazione sarebbe positiva.

Interpretiamo tali relazioni relativamente all' economia USA che fino ad oggi è il paese guida dei mercati finanziari di tutto il mondo.

- PIL

E' l' indicatore sintetico di crescita economica più utilizzato. Viene pubblicato su base trimestrale. Il dato definitivo viene fornito con 3 mesi di ritardo, ma è preceduto da due stime preliminari mensili. Il suo andamento ha un forte impatto sui mercati obbligazionari ed azionari. Sui primi un aumento del PIL viene visto male, specialmente se a ritmi troppo sostenuti, poiché può portare surriscaldamento dell' economia e aumento dei tassi di interesse, che hanno direttamente un impatto negativo sulle quotazioni.

Sull' Azionario invece la relazione è positiva, poiché l' aumento del PIL dovrebbe comportare aumento degli utili aziendali e quindi dei prezzi dei titoli. Ovviamente una espansione economica eccessiva può condurre ad inflazione, per cui in tal caso la relazione si inverte. Sul mercato dei cambi la relazione non marcata, ma è generalmente diretta, poiché una maggior solidità economica (ovviamente rispetto al paese della valuta con cui si cambia) dovrebbe attirare capitali, con conseguente rivalutazione del cambio. I prezzi delle

materie prime dipendono dalla domanda, che cresce al crescere dell' economia mondiale, per cui la relazione è diretta. Siccome il PIL è un indicatore complessivo che inoltre viene calcolato con un certo ritardo, si punta l' attenzione anche su altre variabili che riflettono particolari componenti del PIL.

Alcune di esse si presentano anche come indicatori leading, poiché sono in grado di anticipare la futura evoluzione del PIL. Una considerazione molto importante è che il PIL dipende dall' evoluzione della domanda aggregata. A livello macroeconomico vale infatti la seguente relazione:

OFFERTA	=	DOMANDA
↓		↓
PIL	=	CONSUMI + INVESTIMENTI + VARIAZIONE SCORTE + EXPORT NETTO

Pertanto l' analisi della componenti della domanda può indicare la possibile evoluzione del PIL.

- L'ANDAMENTO DEI PREZZI

Le statistiche sull' inflazione forniscono dati che vengono interpretati in modo sostanzialmente univoco sui mercati obbligazionari, azionari e valutari. L' inflazione è nemica dei mercati, perché crea incertezza, difficoltà di rappresentazione della realtà , effetti distorsivi sulle regole di mercato. Inoltre diminuisce i rendimenti reali delle attività finanziarie. L' effetto è soprattutto negativo, sull' obbligazionario e l' azionario, a causa delle politiche monetarie che le autorità mettono rapidamente in atto per fronteggiarla (restrizioni nella liquidità e aumenti dei tassi di interesse), politiche che hanno effetto negativo sui prezzi dei titoli.

Sul mercato valutario incide anche la perdita di competitività delle merci esportate, in grado di causare peggioramenti nella bilancia commerciale che, se si protraggono nel tempo, indeboliscono la valuta nazionale. A livello di mercati delle materie prime il diffondersi dell' inflazione nel mondo segnala un surriscaldamento della crescita e consente ai prezzi di salire, anche se l' effetto non è rilevante. Spesso la relazione causa-effetto si inverte. Aumenti dei prezzi delle materie prime possono essere causa di pressioni inflazionistiche da costi.

- TASSI DI INTERESSE

I tassi di interesse sono la variabile economica che ha l' impatto maggiore e più immediato sui mercati obbligazionari, azionari e valutari. L' effetto è così importante che i mercati tendono muoversi sulla base di previsioni sul futuro andamento dei tassi, anticipando così gli eventuali movimenti ufficiali. Normalmente accade che i mercati si muovano sulla base dell' aspettativa del movimento dei tassi, al punto da scontare quasi completamente le decisioni di politica monetaria prima che queste vengano prese.

A volte accade addirittura che, quando la variazione dei tassi diventa ufficiale, essa non abbia più impatto sui mercati, poiché l' impatto è avvenuto in anticipo. Le relazioni sono generalmente inverse sui mercati obbligazionari ed azionari. Sul primo in quanto l' aumento del tasso di interesse di mercato provoca la discesa delle quotazioni dei titoli a reddito fisso, poiché la cedola fissa, per aumentare il rendimento e portarlo ad un livello adeguato ai nuovi tassi, deve rapportarsi a quotazioni inferiori. Sul mercato obbligazionario a reddito fisso vale infatti la seguente relazione:

Rendimento = Tasso nominale / Quotazione

Essendo fisso il tasso nominale espresso dalla cedola, l' aumento del rendimento può ottenersi soltanto deprimendo la quotazione. Sul mercato azionario l' aumento dei tassi, oltre che riflettersi negativamente sui bilanci delle imprese tramite aumento degli oneri finanziari, crea la convenienza nella massa dei risparmiatori, ad orientare i propri investimenti verso i mercati obbligazionari che offrono maggiori rendimenti, a scapito dell' investimento azionario.

Ci produce uno spostamento dei flussi di investimento che penalizza l' azionario. Ovviamente il contrario capita quando i tassi di interesse vengono ridotti. Sul mercato valutario un aumento dei tassi di interesse reali (cioè al netto dell' inflazione) che avvenga in un solo paese provoca variazioni positive nei movimenti di capitali che tendono ad entrare attratti dai maggiori rendimenti. Ciò dovrebbe condurre ad un apprezzamento del cambio. Questi movimenti sono però in parte compensati da possibili uscite di capitali stranieri precedentemente investiti sull' azionario, per cui l' effetto può essere diluito.

Non esistono dati in grado di anticipare l' andamento dei tassi di interesse, essendo questo del tutto dipendente dalle decisioni delle Banche Centrali di ogni paese. I mercati si affidano all' interpretazione dei dati macroeconomici ed all' attenta lettura dei discorsi delle Autorità Monetarie, tentando in tal modo di prevederne le mosse future. Molto attese sono le riunioni dei comitati esecutivi delle Banche Centrali (riunione del FOMC in USA), dove vengono ufficialmente prese le decisioni sui tassi ufficiali.