
Le politiche monetarie e i timori per il debito sovrano determinano l'andamento dei mercati¹

Nel periodo tra la fine di agosto e gli inizi di dicembre due fattori hanno condizionato l'evoluzione dei mercati finanziari mondiali. Fino ai primi di novembre la percezione di un rallentamento della ripresa economica nelle maggiori economie avanzate ha contribuito a rafforzare presso gli investitori l'aspettativa che le banche centrali avrebbero adottato ulteriori misure espansive. Successivamente sono balzati in primo piano i nuovi timori per il rischio sovrano in diverse economie dell'area dell'euro.

Durante la prima fase l'attenzione si è perlopiù focalizzata sulla Federal Reserve e il suo annuncio, agli inizi di novembre, di una seconda tornata di acquisti su vasta scala di titoli del Tesoro. L'annuncio definitivo è stato preceduto da un protratto periodo durante il quale si è cercato di preparare i mercati con dichiarazioni di alti funzionari e altre fonti ufficiali. Ciò ha provocato, tra agosto e i primi di novembre, un netto calo dei rendimenti obbligazionari reali e nominali negli Stati Uniti e un significativo rialzo delle quotazioni azionarie, poiché gli investitori hanno scontato in misura crescente gli interventi attesi. Al tempo stesso, gli indicatori di mercato hanno segnalato che gli investitori obbligazionari stavano rivedendo al rialzo le aspettative sull'inflazione negli Stati Uniti.

Il previsto allentamento monetario della Fed ha avuto un impatto visibile sui prezzi di mercato ben al di là degli Stati Uniti. Il dollaro USA si è deprezzato nei confronti della maggior parte delle altre principali valute. Unitamente all'ulteriore flessione dei tassi di interesse statunitensi, ciò ha fatto del biglietto verde la divisa di finanziamento privilegiata per le operazioni di *carry trade* su valute e ha intensificato i flussi di capitali verso i mercati emergenti. Ne è conseguito un rialzo delle quotazioni azionarie e obbligazionarie nelle economie emergenti in più rapida espansione, che ha indotto diversi fra questi paesi a introdurre misure ufficiali volte a frenare il ritmo degli afflussi di capitali.

Dagli inizi di novembre l'attenzione si è spostata sull'area dell'euro, allorché si sono acuiti i timori degli operatori per le esposizioni verso l'Irlanda e

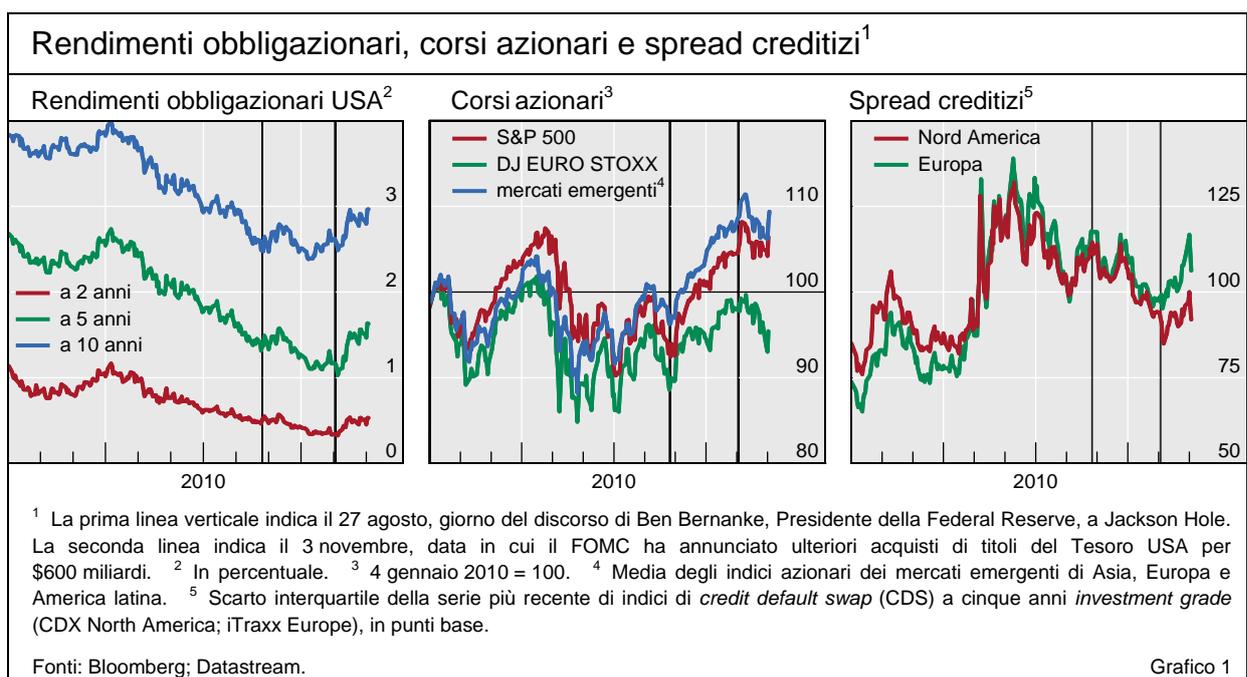
¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico. Per eventuali domande in merito è possibile rivolgersi direttamente a Jacob Gyntelberg (jacob.gyntelberg@bis.org) e Peter Hördahl (peter.hoerdahl@bis.org). Per quesiti relativi ai dati e ai grafici contattare Magdalena Erdem (magdalena.erdem@bis.org).

altre economie. Gli spread creditizi sui titoli di Stato dei paesi interessati sono tornati ad ampliarsi significativamente. Questa volta i timori sono stati suscitati da due fattori: il deterioramento della situazione di bilancio dell'Irlanda, dovuto al continuo sostegno pubblico alle banche in difficoltà, e la possibilità di modifiche dei trattati comunitari che permetterebbero di imporre una compartecipazione alle perdite ai detentori di titoli di debito emessi dai governi in difficoltà finanziarie. Nonostante l'approvazione a fine novembre di un piano di aiuti dell'Unione europea in favore dell'Irlanda, le tensioni sono proseguite e l'attenzione si è spostata dapprima sul Portogallo e la Spagna e quindi sul Belgio e l'Italia. La situazione è tuttavia andata stabilizzandosi agli inizi di dicembre, in previsione di possibili misure di sostegno della BCE.

Gli investitori scontano ulteriori misure espansive

Con l'acuirsi delle preoccupazioni degli investitori per la ripresa economica nelle principali economie avanzate sono cresciute le aspettative di un ulteriore allentamento monetario da parte di alcune banche centrali. Ciò è valso soprattutto per gli Stati Uniti, dove i mercati hanno anticipato l'annuncio da parte della Federal Reserve di una seconda tornata di acquisti di titoli del Tesoro, come è di fatto avvenuto agli inizi di novembre. Ancor prima, a inizio ottobre, la Banca del Giappone aveva adottato nuovi provvedimenti per rendere più distese le condizioni monetarie. Essa ha annunciato l'introduzione di un programma da ¥5 trilioni per l'acquisto di titoli di Stato, commercial paper, obbligazioni societarie, *exchange-traded fund* e *real estate investment trust* al fine di ridurre i premi per il rischio e risollevare i prezzi delle attività. Anche nel Regno Unito sono riemerse aspettative di un ampliamento del programma di allentamento quantitativo della Bank of England. Tuttavia, alla luce di un'inflazione complessiva ancora al disopra dell'obiettivo della banca centrale,

Le aspettative di ulteriori misure espansive della Fed ...



le previsioni degli investitori circa la probabilità di un simile intervento sono rimaste discordi.

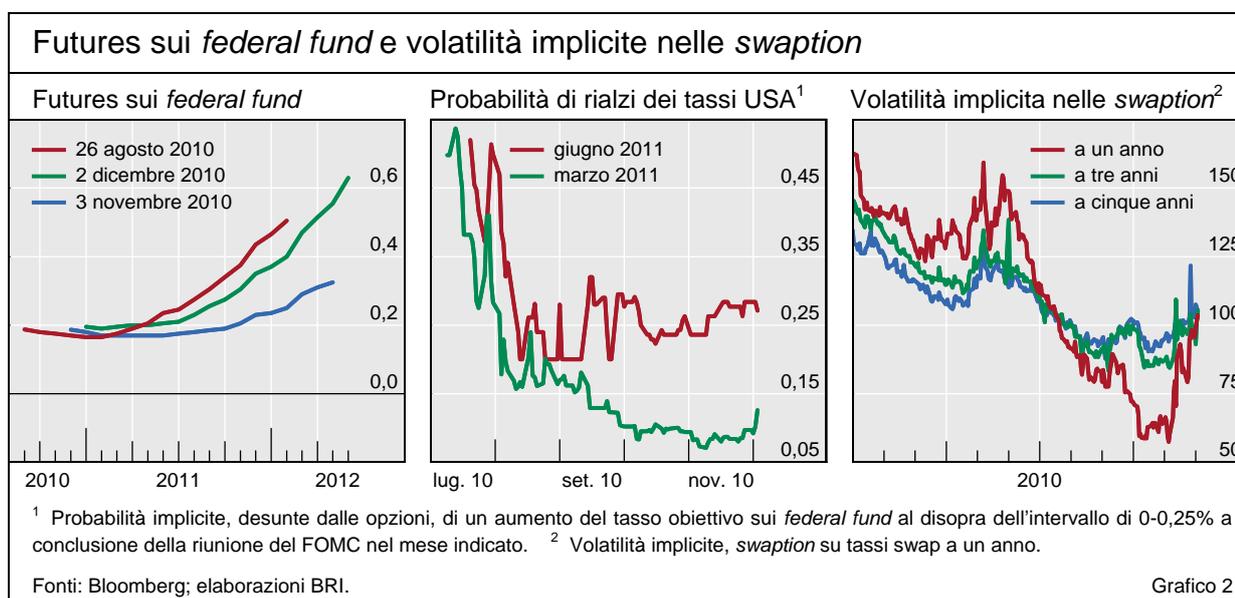
... spingono al ribasso i rendimenti ...

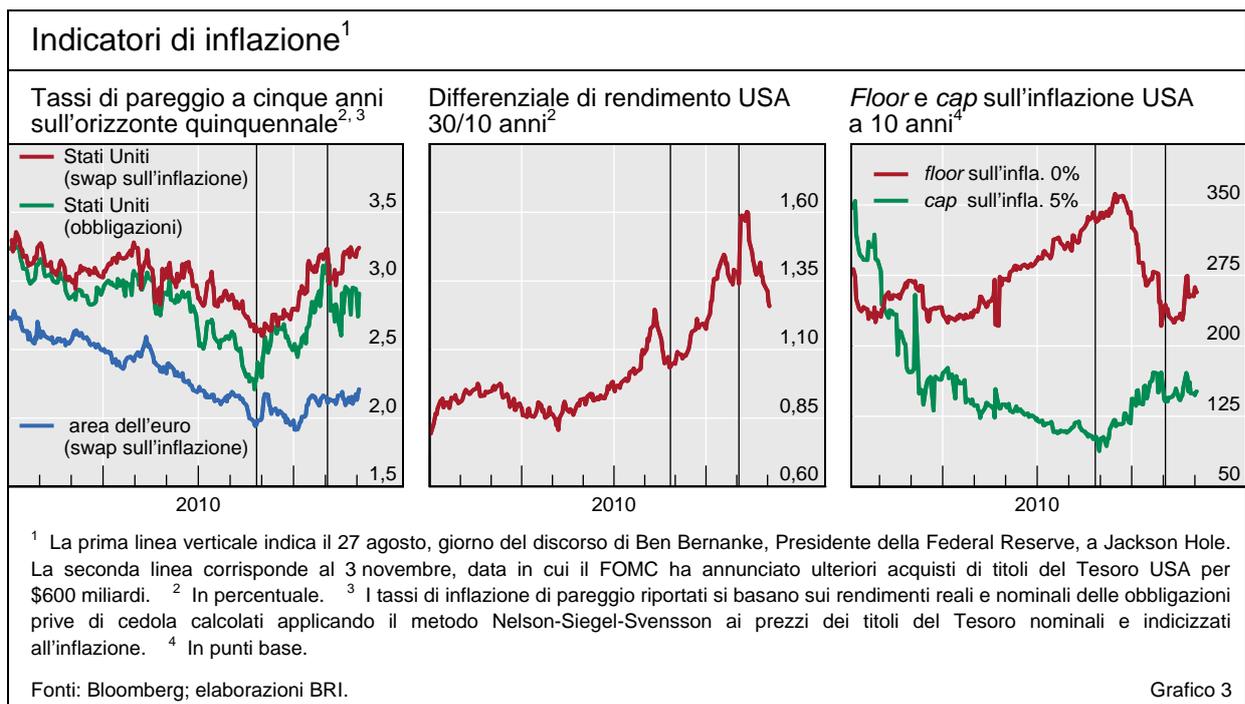
Negli Stati Uniti, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche avevano evidenziato un *trend* discendente dagli inizi di maggio, giacché gli investitori avevano scontato in misura crescente un'espansione del programma di acquisti di titoli del Tesoro da parte della Fed (grafico 1, diagramma di sinistra). I primi segni concreti di un ulteriore allentamento monetario si sono manifestati agli inizi di agosto, quando il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato che i rimborsi di titoli di debito di agenzie federali e di MBS garantiti da queste ultime sarebbero stati utilizzati per acquistare altri titoli di Stato USA, così da mantenere il portafoglio titoli della Federal Reserve su livelli costanti.

... e fanno salire le quotazioni delle attività rischiose

I rendimenti sono ancora scesi tra la fine di agosto e gli inizi di novembre, poiché le dichiarazioni della Federal Reserve hanno rafforzato le aspettative di un ulteriore allentamento monetario (grafico 1, diagramma di sinistra; si veda anche il riquadro). In particolare, nel discorso tenuto il 27 agosto a Jackson Hole, il Presidente Bernanke ha evocato varie opzioni di intervento, tra cui acquisti addizionali di *Treasury*. Le quotazioni delle azioni statunitensi hanno beneficiato del calo dei rendimenti sia direttamente, per effetto dei più bassi tassi di attualizzazione degli utili futuri attesi, sia indirettamente, per effetto delle previste ricomposizioni dei portafogli a scapito dei titoli del Tesoro a più basso rendimento e a favore di investimenti più rischiosi come le azioni (grafico 1, diagramma centrale). Inoltre, nei mesi di settembre e ottobre si sono ristretti gli spread creditizi (grafico 1, diagramma di destra). Questi effetti sui prezzi delle attività rischiose non hanno riguardato solo gli Stati Uniti; in varia misura, sono stati visibili anche in Europa e in diversi mercati emergenti.

Gli investitori hanno scontato un ulteriore differimento nel tempo del primo rialzo dei tassi negli Stati Uniti, in quanto la Federal Reserve ha iniziato a segnalare che avrebbe potuto mantenere il livello obiettivo del tasso sui *federal fund* prossimo allo zero più a lungo di quanto atteso dai mercati. La curva dei futures sui *federal fund* si è appiattita, mentre la probabilità di rialzi a breve





termine del tasso obiettivo implicita nelle opzioni è diminuita tra la fine di agosto e gli inizi di novembre (grafico 2, diagrammi di sinistra e centrale). Queste aspettative hanno rafforzato le pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari, in particolare per le scadenze medie. Al tempo stesso, le volatilità implicite dei tassi di interesse si sono ulteriormente ridotte, soprattutto sugli orizzonti brevi, a indicazione della minore incertezza degli investitori circa la loro evoluzione futura (grafico 2, diagramma di destra).

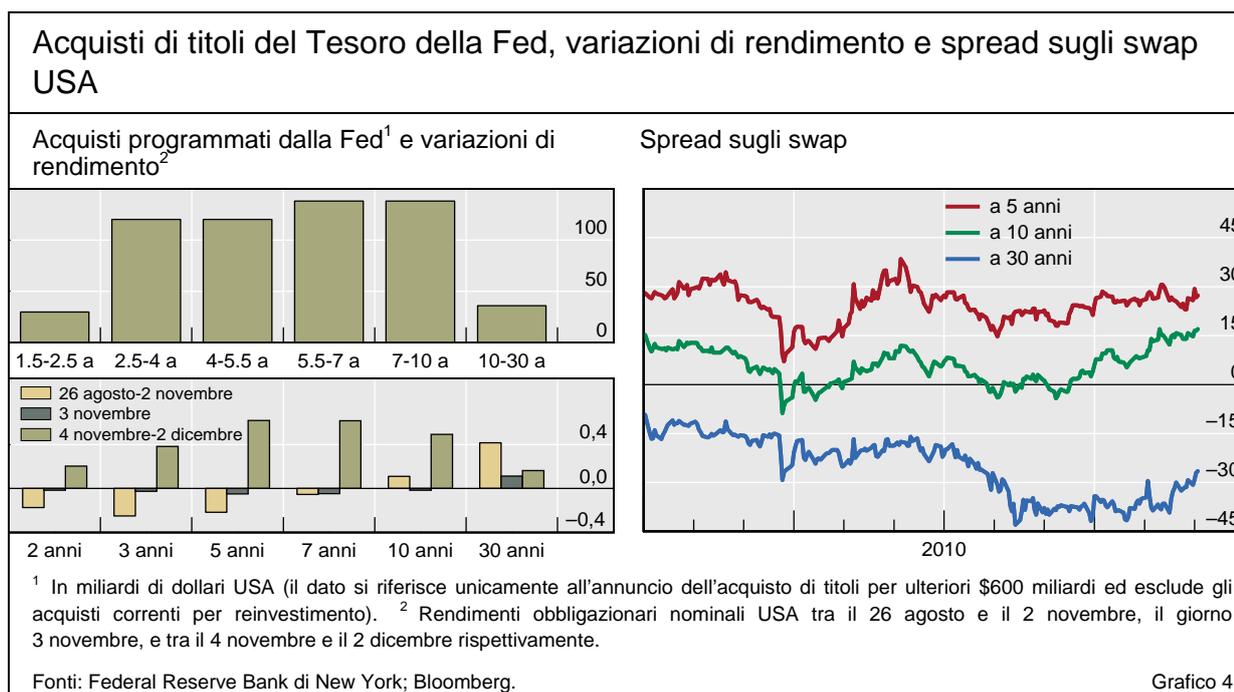
Gli indicatori di mercato dell'inflazione attesa negli Stati Uniti si sono mossi in linea con le aspettative di un aumento dell'inflazione tra la fine di agosto e gli inizi di novembre. Se la previsione di ulteriori acquisti di titoli del Tesoro ha fatto scendere i rendimenti nominali, quelli reali sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione sono calati in misura molto maggiore, essendo saliti i tassi di inflazione di pareggio. In particolare, il tasso di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale – una misura standard delle aspettative di inflazione a lungo termine – ha segnato un rialzo di quasi 100 punti base tra fine agosto e inizio novembre, superando il 3% (grafico 3, diagramma di sinistra). Ciò contrasta con gli sviluppi nell'area dell'euro, dove gli investitori non si attendevano un nuovo allentamento delle condizioni monetarie. Durante lo stesso periodo il corrispondente tasso di pareggio a termine in euro è salito soltanto di circa 30 punti base. Un altro indicatore dell'inflazione a lungo termine, ossia lo spread tra le obbligazioni statunitensi a 30 e a 10 anni, ha parimenti segnalato un aumento dell'inflazione attesa, ampliandosi di circa 60 punti base (grafico 3, diagramma centrale). In prima analisi, ciò sembra indicare che la Fed ha innalzato le aspettative di inflazione, sebbene i parametri più recenti dell'inflazione di fondo siano scesi ulteriormente sotto il livello giudicato coerente con il mandato della banca centrale.

Aumentano i tassi di pareggio sulla scorta delle attese di un intervento della Fed ...

... e si attenuano i timori di deflazione

Anche i prezzi nei mercati dei derivati sull'inflazione indicano che i timori di deflazione negli Stati Uniti hanno cominciato ad attenuarsi a partire da settembre. Ad esempio, il prezzo di un'opzione *floor* sull'inflazione USA a 10 anni con *strike* pari allo 0%, che aveva evidenziato una tendenza al rialzo da aprile, è tornato a scendere significativamente in settembre e ottobre (grafico 3, diagramma di destra). Questo strumento genera un *payoff* se l'indice dei prezzi al consumo USA segna un calo in uno dei successivi 10 anni, cosicché il suo valore si riduce quando diminuisce la probabilità di una deflazione. Al tempo stesso, sono salite le quotazioni dei derivati che generano un *payoff* in caso di alti tassi di inflazione, dopo la moderata flessione dei mesi precedenti. Il prezzo di un'opzione *cap* sull'inflazione a 10 anni con *strike* pari al 5%, ad esempio, è aumentato di circa il 50% in settembre e ottobre, a indicazione che gli investitori attribuivano maggior valore a uno strumento che produce un *payoff* in caso di aumento dei prezzi al consumo di oltre il 5% in uno dei successivi 10 anni. Stando a questi segnali gli operatori ritenevano che la probabilità di tassi di inflazione elevati, pur rimanendo modesta, fosse aumentata.

I rendimenti obbligazionari sono variati di poco nel periodo immediatamente successivo all'annuncio del 3 novembre, di fatto ampiamente atteso, con cui la Federal Reserve notificava l'estensione del programma Large-Scale Asset Purchases (LSAP), acquistando titoli del Tesoro a più lunga scadenza per ulteriori \$600 miliardi. La maggior parte degli acquisti della Fed (86%) era prevista nel segmento tra 2,5 e 10 anni (grafico 4, diagramma in alto a sinistra). I rendimenti in questa fascia temporale erano diminuiti nelle settimane precedenti l'annuncio, sia perché gli investitori avevano anticipato piuttosto correttamente la concentrazione delle scadenze degli acquisti della Fed, sia perché vi erano crescenti aspettative che la politica di tassi prossimi allo zero sarebbe stata protratta ancora più a lungo (grafico 4, diagramma in basso a



sinistra). Gli operatori sembrano per contro aver sovrastimato gli acquisti della Fed nel tratto più a lungo termine della curva. In effetti, solo il 4% degli acquisti previsti interessa il segmento a 17-30 anni. Di conseguenza, il rendimento trentennale è salito di oltre 10 punti base il giorno dell'annuncio del FOMC. Gli effetti divergenti lungo la curva dei titoli del Tesoro si sono fatti sentire anche sugli swap, poiché gli spread relativi alle scadenze medio-brevi sono aumentati in settembre-ottobre, diversamente dallo spread a 30 anni (grafico 4, diagramma di destra).

Le settimane successive all'annuncio relativo al programma LSAP della Fed hanno visto annullarsi gran parte dei cali dei rendimenti e alcuni altri effetti sui prezzi delle attività osservati in precedenza (grafico 4, diagramma in basso a sinistra e grafici 1-3). Ciò è probabilmente riconducibile anche a prese di beneficio in un contesto caratterizzato dall'assunzione di ingenti posizioni connesse all'LSAP. Vi hanno altresì contribuito alcuni dati macroeconomici migliori del previsto resi noti a novembre. Il rialzo dei rendimenti sembra inoltre aver rispecchiato il fatto che gli investitori hanno rivisto al ribasso la probabilità che la Fed ampliasse ulteriormente l'LSAP o introducesse altre misure di allentamento non convenzionali. Questo cambiamento di umore è ascrivibile, a sua volta, al manifestarsi di timori per le possibili conseguenze indesiderate di siffatti interventi di politica monetaria.

Mentre le aspettative di un allentamento monetario nelle principali economie avanzate contribuivano a sospingere le quotazioni delle attività rischiose, gli investitori hanno dovuto incassare la notizia di un inasprimento delle condizioni monetarie in alcuni grandi paesi emergenti. Molte di queste economie, che si erano prontamente riprese dopo la crisi e che in seguito hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto, si sono trovate alle prese con crescenti spinte inflazionistiche. Agli inizi di novembre la Reserve Bank of India ha innalzato il tasso sulle operazioni pronti contro termine per la sesta volta consecutiva nell'anno, mentre la People's Bank of China ha incrementato i tassi di riferimento sui depositi e sui prestiti di 25 punti base in ottobre e ha annunciato rialzi di ulteriori 50 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria per le istituzioni di deposito in novembre. Gli indici azionari delle borse di Hong Kong e Shanghai sono fortemente calati a metà novembre, poiché i segnali di un'accelerazione dei prezzi al consumo in Cina hanno fatto temere ulteriori interventi delle autorità.

Aumentano gli afflussi di capitali e il dollaro statunitense si deprezza

Tra la fine di agosto e gli inizi di novembre le aspettative di un ulteriore allentamento monetario negli Stati Uniti hanno contribuito a un generale deprezzamento del dollaro (grafico 5, diagramma di sinistra). Ciò ha indotto diversi paesi, tra cui Cina, Taipei cinese, Giappone, Corea e Taiwan, a intervenire sul mercato valutario per evitare un ulteriore rafforzamento della propria valuta.

I rendimenti tornano ad aumentare in novembre

I mercati emergenti inaspriscono le proprie politiche monetarie

Il dollaro USA si deprezza ...

Rendimenti reali negativi sui Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) statunitensi

Il 25 ottobre 2010 il Tesoro statunitense ha emesso per la prima volta nella sua storia TIPS[®] con un rendimento reale negativo. I TIPS sono obbligazioni che pagano cedole su un capitale indicizzato all'indice dei prezzi al consumo (IPC) statunitense e che a scadenza rimborsano un capitale che compensa gli aumenti dell'IPC dalla data di emissione delle obbligazioni. Durante l'asta gli investitori hanno acquistato \$10 miliardi di TIPS a 4½ anni, per i quali hanno pagato \$105,51 per un capitale di \$100,00 e una cedola dello 0,50%. Il prezzo pagato per queste obbligazioni implica un rendimento reale a scadenza del -0,55% annuo, il che significa che i sottoscrittori si aspettavano di perdere oltre ½% l'anno sul proprio investimento in termini reali². Perché gli investitori hanno accettato tali condizioni?

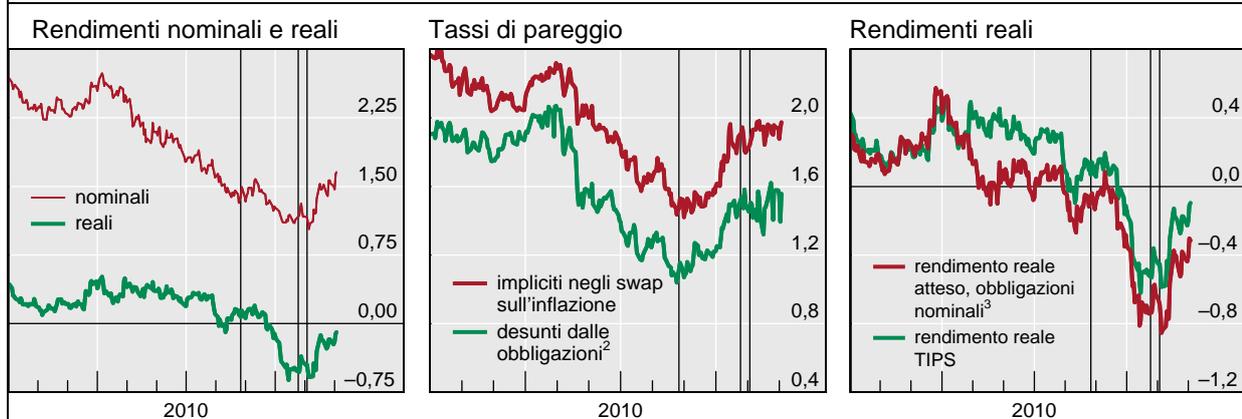
L'alto prezzo pagato in sede d'asta era in linea con quelli prevalenti sul mercato dei TIPS, ove i rendimenti reali erano già scesi al disotto dello zero, in particolare per le scadenze medio-brevi (grafico A, diagramma di sinistra). Sebbene i rendimenti reali, al pari di quelli nominali, fossero già diminuiti durante gran parte del 2010, la discesa si è fatta più rapida dopo il discorso tenuto dal Presidente della Federal Reserve Bernanke a Jackson Hole il 27 agosto, che gli investitori hanno interpretato come il segnale di ulteriori acquisti di titoli da parte della Fed (Large-Scale Asset Purchases (LSAPs)). Nei due mesi successivi il calo in termini reali ha sopravanzato quello dei tassi nominali, fino a rendere negativi i rendimenti reali a cinque anni.

La caduta dei rendimenti reali ha rispecchiato principalmente il più elevato compenso per l'inflazione (inflazione attesa e premio per il rischio di inflazione) richiesto dagli investitori nei mesi di settembre e ottobre (grafico A, diagramma centrale), in linea con le crescenti aspettative di un allentamento ulteriore della politica monetaria statunitense. In un contesto in cui le attese relative al programma LSAP esercitavano particolari pressioni al ribasso sui rendimenti nominali, il rialzo delle aspettative di inflazione o dei premi per il rischio di inflazione ha dovuto essere compensato da un calo ancora maggiore dei rendimenti reali³.

Non vi sono indicazioni che alla base dell'aumento dei tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni vi fossero fattori specifici del mercato obbligazionario (come ad esempio considerazioni di liquidità dei titoli). In settembre e ottobre i tassi degli swap sull'inflazione sono aumentati pressoché in linea con i tassi di pareggio delle obbligazioni³. Se invece fossero state determinanti le mutate percezioni degli investitori circa la liquidità relativa delle obbligazioni nominali e indicizzate, le due misure di pareggio si sarebbero probabilmente mosse in modo meno sincrono. La stessa argomentazione vale per possibilità che il tasso di pareggio desunto dalle obbligazioni sia stato "distorto" dalle aspettative di interventi della Fed sui mercati obbligazionari.

Rendimenti dei titoli del Tesoro e tassi di pareggio a cinque anni¹

In percentuale



¹ La prima linea verticale indica il 27 agosto, giorno del discorso di Ben Bernanke, Presidente della Federal Reserve, a Jackson Hole. La seconda linea indica il 25 ottobre, data dell'asta dei TIPS discussa nel presente riquadro. La terza linea corrisponde al 3 novembre, data in cui il FOMC ha annunciato ulteriori acquisti di titoli del Tesoro per \$600 miliardi. ² Basati sui rendimenti nominali e reali delle obbligazioni prive di cedola. ³ Approssimato come rendimento nominale dei titoli del Tesoro a cinque anni meno il tasso degli swap sull'inflazione a cinque anni.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico A

I rendimenti reali negativi erano altresì coerenti con le valutazioni delle obbligazioni nominali. Ad esempio, una misura approssimativa del rendimento reale *atteso* sui titoli del Tesoro nominali a cinque anni, ottenuta sottraendo dal rendimento nominale il tasso dello swap di inflazione a cinque anni, ha avuto un andamento sostanzialmente in linea con quello reale dei TIPS, ed era parimenti fortemente negativa il giorno in cui la suddetta asta di TIPS ha avuto luogo (grafico A, diagramma di destra)[®]. Anche questo indica che non vi era nulla di “strano” nelle valutazioni dei TIPS a quell’epoca.

I rendimenti reali negativi rispecchiavano inoltre l’aspettativa del mercato che i rendimenti reali futuri a breve sarebbero stati negativi ancora per qualche tempo. In base alla teoria classica delle aspettative, il rendimento di un’obbligazione del Tesoro riflette il futuro tasso di interesse medio a breve durante la vita dell’obbligazione, maggiorato di un premio a termine. Ciò vale sia per i rendimenti nominali che per quelli reali. Dato che la Fed continua a segnalare che intende mantenere il rendimento nominale sui *federal fund* prossimo allo zero per un periodo prolungato, i tassi di interesse reali a breve termine saranno negativi fintantoché l’inflazione resterà positiva. Pertanto, prescindendo dai premi a termine, i rendimenti dei TIPS dovrebbero divenire negativi per le scadenze alle quali si prevede che i tassi reali a breve termine rimarranno negativi.

Un fattore aggiuntivo che contribuisce all’aumento dei prezzi dei TIPS, e quindi al calo dei rendimenti reali, è che queste obbligazioni incorporano una componente opzionale che assume valore nelle fasi di elevata incertezza sul futuro andamento dell’inflazione. Innanzitutto, i TIPS – a differenza delle obbligazioni nominali – rappresentano per gli investitori un’assicurazione contro l’inflazione inattesa. Inoltre, tale assicurazione è asimmetrica. Infatti, mentre gli investitori sono compensati in caso di aumento dell’inflazione, grazie all’indicizzazione del capitale all’IPC, il capitale non è ridotto in caso di deflazione[®]. Di conseguenza, gli investitori in TIPS beneficiano della deflazione al pari degli investitori in obbligazioni nominali, ma godono del vantaggio aggiuntivo di una protezione contro l’aumento dell’inflazione[®]. In altre parole, i TIPS hanno un’opzione sull’inflazione incorporata con un prezzo *strike* di inflazione 0%. Questa opzione, come ogni altra, acquista particolare valore quando è *at the money* (ossia quando il premio è pressoché pari al prezzo *strike*) e quando l’incertezza (volatilità) è elevata, il che corrisponde sostanzialmente all’attuale situazione negli Stati Uniti. Tutto ciò accresce quindi il valore dei TIPS, deprimendone ulteriormente i rendimenti[®]. In sintesi, quindi, gli investitori hanno accettato un rendimento reale negativo al fine di proteggere il capitale dall’inflazione mantenendo al tempo stesso la possibilità di beneficiare di una eventuale deflazione.

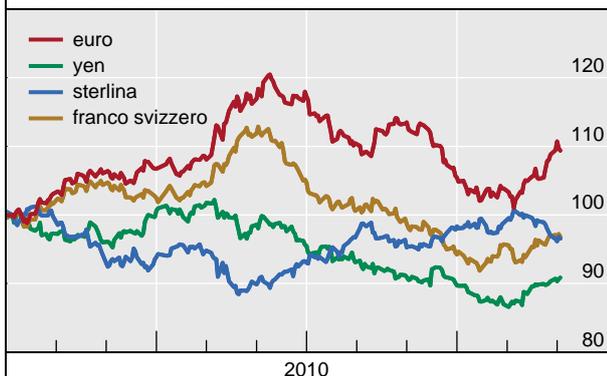
[®] Questi strumenti vengono talvolta denominati anche Treasury Inflation-Indexed Securities (TIIS). [®] Salvo nell’ipotesi di una flessione dell’IPC statunitense nel periodo fino alla scadenza dell’obbligazione; si veda oltre. [®] Gli investitori hanno ampiamente previsto che la Fed avrebbe concentrato quasi tutti i suoi acquisti sul mercato dei titoli del Tesoro nominali. [®] Uno swap sull’inflazione (che non prevede pagamenti intermedi prima della scadenza) paga l’inflazione dei prezzi al consumo maturata su un ammontare nozionale durante la vita dello swap, a fronte di un importo fisso, che corrisponde al prezzo dello swap sull’inflazione. [®] Il 25 ottobre, data dell’emissione dei TIPS, il rendimento nominale a cinque anni era pari all’1,18%, mentre i tassi degli swap sull’inflazione a cinque anni (che sono una misura approssimativa dell’inflazione attesa nei cinque anni successivi) erano dell’1,91%, il che implica un rendimento reale atteso sulle obbligazioni nominali di circa il -0,73%. [®] Ai termini del contratto il Tesoro USA rimborsa alla scadenza l’importo maggiore tra il valore nominale del capitale e quello corretto per l’inflazione. [®] Vi è tuttavia un leggero svantaggio per i detentori di TIPS in caso di deflazione durante la vita dell’obbligazione, rispetto ai detentori di obbligazioni nominali, in quanto la soglia di deflazione si applica solo al capitale e non alle cedole. Le cedole dei TIPS sono infatti basate sul capitale indicizzato all’inflazione, anche quando questa risulta negativa. [®] Questa opzione ha un valore particolarmente elevato per i TIPS di nuova emissione, che non hanno maturato molta inflazione e per i quali il capitale è quindi prossimo al valore nominale. Di conseguenza, i rendimenti di queste obbligazioni tendono a essere inferiori rispetto a quelli di emissioni meno recenti con analoga vita residua.

I bassi tassi di interesse statunitensi, unitamente alla variazione pressoché unidirezionale attesa per il cambio, hanno fatto del dollaro la nuova divisa di finanziamento privilegiata per le operazioni di *carry trade* su valute. Ciò è desumibile dal prezzo dei *risk reversal* per il dollaro USA nei confronti delle principali divise. I *risk reversal* sono definiti come il differenziale di prezzo tra due opzioni ugualmente *out of the money*. Riflettono pertanto la disponibilità relativa dei partecipanti al mercato delle opzioni a coprirsi contro l’apprezzamento e il deprezzamento della valuta target, fornendo così una

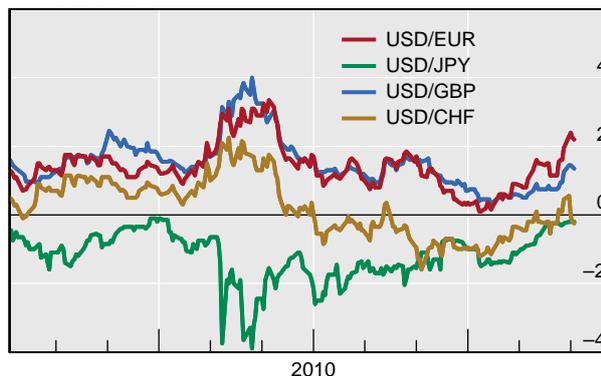
... e diventa la valuta di finanziamento privilegiata per i *carry trade*

Si indebolisce il dollaro USA

Tasso di cambio nominale¹



Risk reversal²



¹ 4 gennaio 2010 = 100. ² Risk reversal a un mese con delta 25.

Fonti: Bloomberg; JPMorgan Chase; statistiche nazionali.

Grafico 5

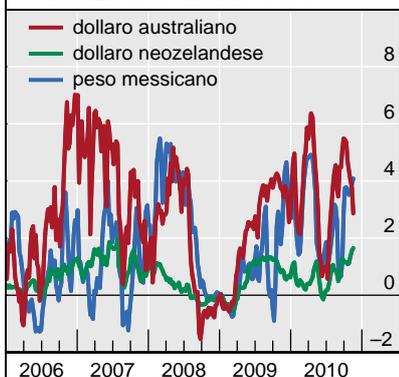
stima approssimativa dell'asimmetria nelle fluttuazioni attese del tasso di cambio. Il prezzo dei *risk reversal* per il periodo compreso tra fine agosto e inizio novembre (grafico 5, diagramma di destra) ha sostanzialmente confermato che gli investitori erano disposti a pagare di più per un'opzione *out of the money* che genera un *payoff* in caso di deprezzamento del dollaro rispetto a una che genera un *payoff* in caso di apprezzamento.

I volumi dei *carry trade* su valute sono notoriamente difficili da rilevare, data la carenza di dati. Questa è in parte dovuta al fatto che i *carry trade* sono spesso realizzati mediante strumenti derivati (assumendo ad esempio posizioni a valute incrociate in futures, contratti a termine e swap), per i quali sono disponibili scarse informazioni quantitative attendibili. È possibile tuttavia avere un'indicazione sulla direzione delle operazioni in parola utilizzando i dati sul posizionamento netto dei "soggetti non commerciali" ("non-commercial entities") desunti dai mercati dei futures valutari di Chicago. Sono considerati non commerciali i soggetti che non operano fondamentalmente nella divisa

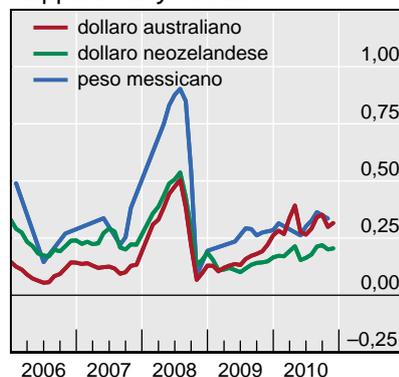
Il dollaro USA diventa la valuta preferenziale di finanziamento dei *carry-trade*

Rapporti *carry*/rischio e posizioni nette detenute da entità non commerciali, in miliardi di dollari

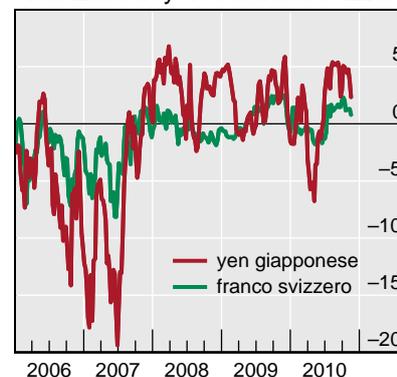
Finanziate in dollari USA



Rapporti *carry*/rischio¹



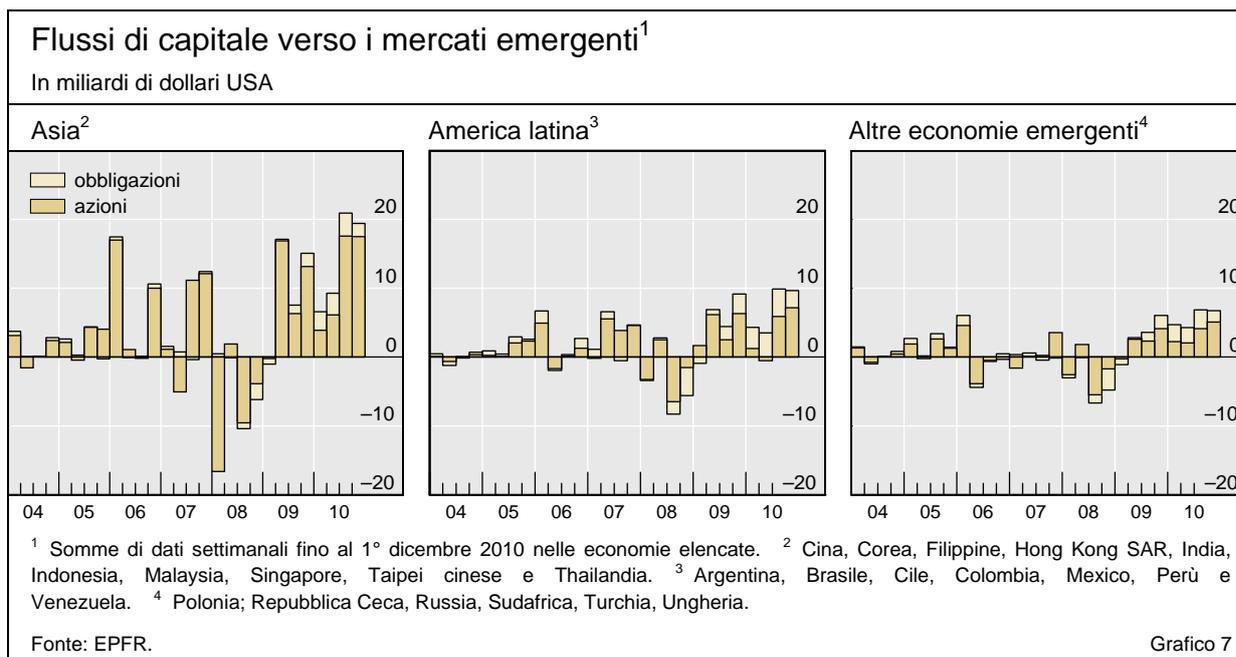
Finanziate in yen e franchi svizzeri



¹ Definiti come il differenziale di tasso di interesse a un mese diviso per la volatilità implicita delle opzioni *at the money* a un mese su tassi d'interesse.

Fonti: Bloomberg; CFTC; Datastream.

Grafico 6



sottostante al contratto derivato, compresi gli hedge fund e altre istituzioni finanziarie non bancarie. Questo indicatore comunemente utilizzato mostra chiaramente che le posizioni corte nette sul dollaro USA sono aumentate da fine agosto, anche se dagli inizi di novembre è rilevabile una parziale inversione di tendenza. Tra le valute target figuravano il dollaro australiano, il dollaro neozelandese e il peso messicano. Le posizioni nel dollaro australiano, in particolare, hanno raggiunto livelli senza precedenti nel 2006 e agli inizi del 2007 (grafico 6, diagramma di sinistra). Questo andamento è sostanzialmente in linea con il livello relativamente elevato dei rapporti *carry/rischio* impliciti nel mercato (grafico 6, diagramma centrale). L'aumento delle posizioni lunghe nette su yen e franco svizzero, che storicamente sono le valute di finanziamento preferite per le operazioni di *carry trade*, risulta parimenti coerente con le aspettative di deprezzamento del dollaro statunitense (grafico 6, diagramma di destra).

Tra fine agosto e inizio novembre le aspettative di una perdurante bassa crescita e di un ulteriore allentamento monetario negli Stati Uniti hanno altresì causato un'accelerazione degli afflussi di capitali verso le economie emergenti in più rapida espansione. In Asia, in particolare, si è assistito a un cospicuo aumento degli investimenti azionari (grafico 7, diagramma di sinistra). Anche l'America latina e altre economie emergenti hanno attirato ingenti investimenti sia in azioni che in obbligazioni (grafico 7, diagrammi centrale e di destra). L'accelerazione degli afflussi di capitali si è tradotta in un netto rialzo dei corsi azionari in vari mercati emergenti (grafico 8), ma è stata visibile anche a livello dei corsi obbligazionari.

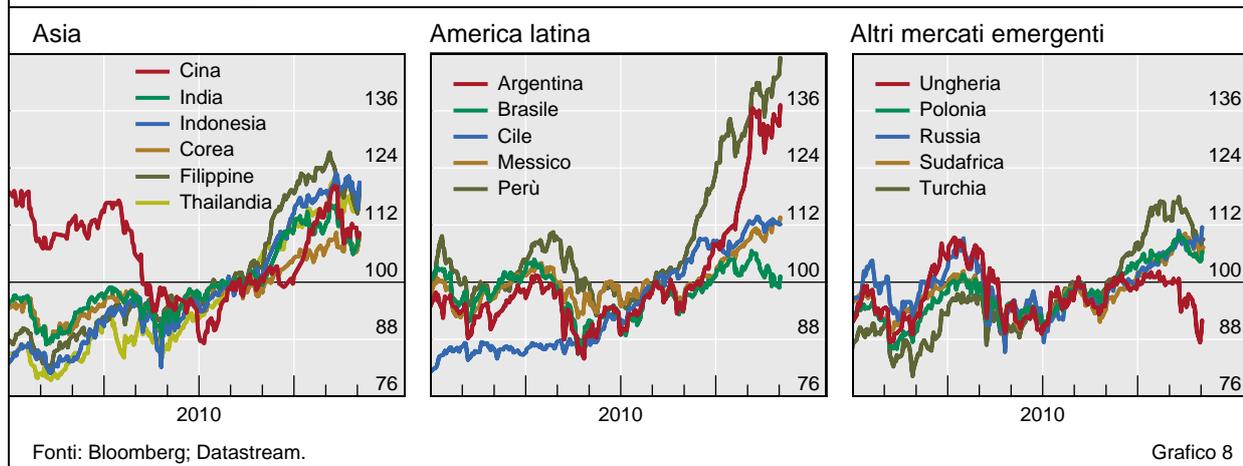
Nello stesso periodo i continui afflussi di capitale si sono accompagnati a un rapido apprezzamento di diverse valute emergenti nei confronti del dollaro (grafico 9). Le spinte al rialzo sono state più forti nei paesi con le prospettive di crescita migliori e differenziali di interesse più ampi. L'apprezzamento è stato in genere più contenuto per le divise dei paesi che continuano ad amministrare

Aumentano gli afflussi di capitali verso i mercati emergenti ...

... spingendo al rialzo le quotazioni azionarie e obbligazionarie ...

Corsi azionari nei mercati emergenti

In moneta locale; 2 agosto 2010 = 100



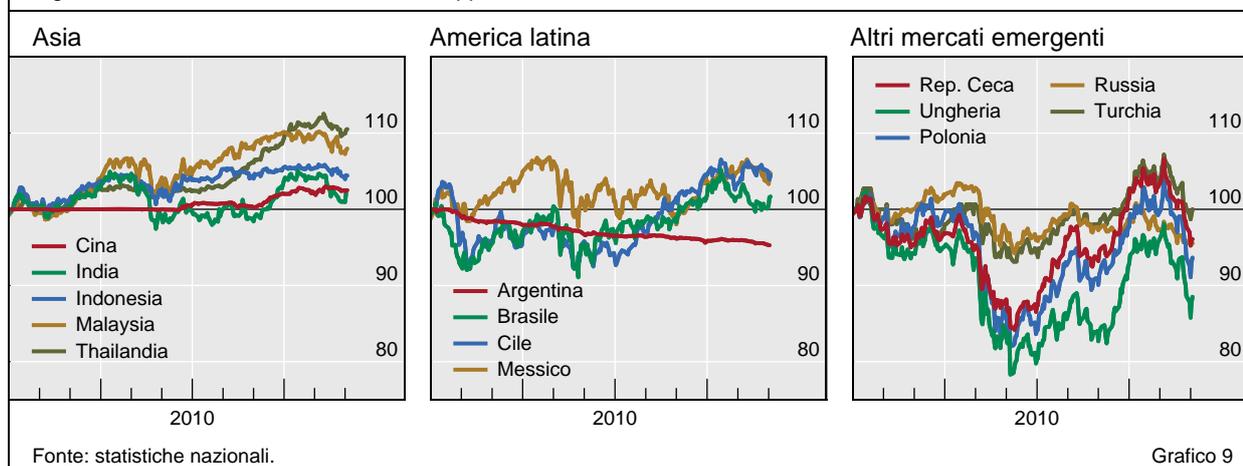
il cambio ancorandolo più o meno rigidamente al dollaro USA. Pertanto, esso è risultato meno pronunciato in Asia, specie in Cina.

... e determinando un apprezzamento delle valute

Molti paesi hanno cercato di impedire, o almeno di contenere, il rapido apprezzamento del cambio nominale facendo uso di vari strumenti, come l'ulteriore accumulo di riserve, un'accresciuta emissione di obbligazioni in valuta locale destinate a investitori esteri e misure volte a rendere meno attraenti i mercati valutari domestici, fra cui un inasprimento delle imposte sugli investimenti obbligazionari esteri. Nel mese di ottobre il Brasile ha innalzato a due riprese la tasso sulle transazioni applicabile agli investimenti esteri in titoli a reddito fisso, portandola dal 2 al 6%, interrompendo così la tendenza all'apprezzamento del real brasiliano nei confronti di altre valute della regione. La minore attrattiva delle attività in real per gli investitori esteri si è anche tradotta in un significativo ampliamento del differenziale tra i tassi sui depositi *onshore* e *offshore*. La Thailandia ha cercato di ridurre l'attrattiva degli investimenti esteri di portafoglio eliminando gli sgravi fiscali per gli investitori stranieri in obbligazioni locali. A metà novembre la Corea ha annunciato che

Tassi di cambio bilaterali nominali rispetto al dollaro USA

4 gennaio 2010 = 100; un calo indica un apprezzamento



avrebbe reintrodotta una tassa del 14% a carico dei rendimenti conseguiti dagli investitori non residenti sui titoli pubblici coreani.

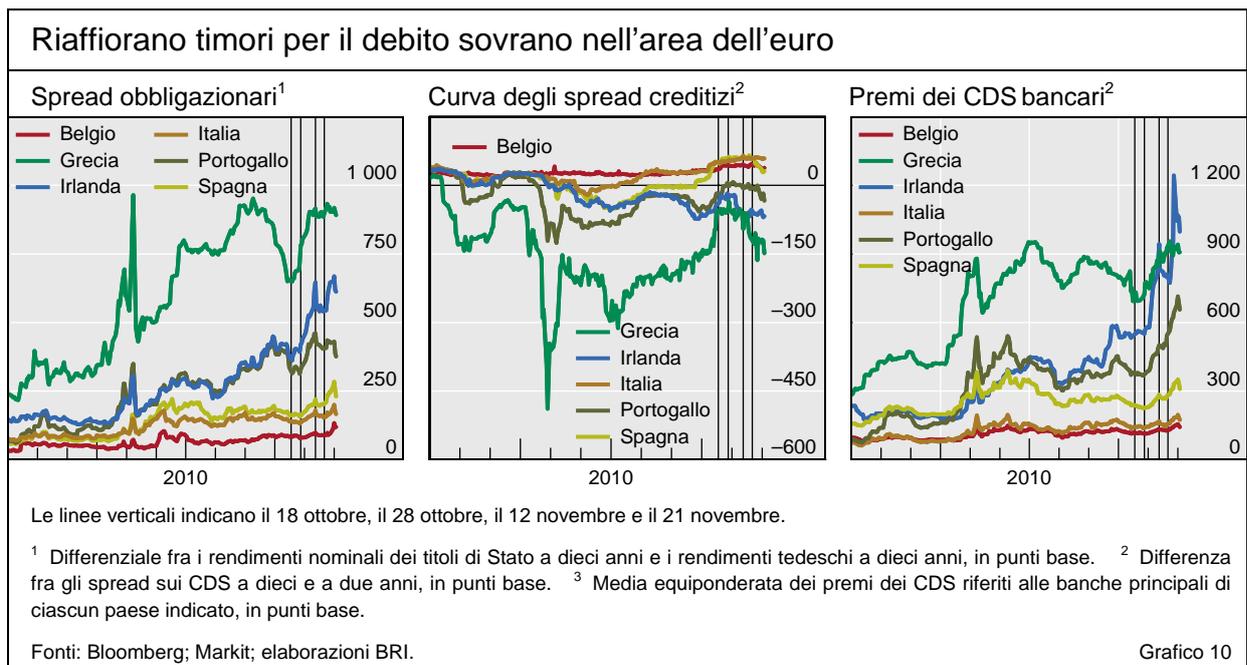
Riaffiorano i timori per il rischio sovrano nell'area dell'euro

I timori per il rischio di credito in diverse economie dell'area dell'euro sono fortemente aumentati verso la fine di ottobre e in novembre. Le pressioni più forti hanno riguardato i titoli di Stato irlandesi, ma non sono stati risparmiati neanche quelli di Grecia, Portogallo, Spagna e, successivamente, di Belgio e Italia (grafico 10, diagramma di sinistra). I differenziali di rendimento tra le obbligazioni sovrane di questi paesi e quelle tedesche hanno continuato a riflettere le inquietudini per la situazione dei conti pubblici di questi Stati e, nel caso dell'Irlanda, per l'impatto delle difficoltà del settore bancario sulle finanze del paese. In questo clima, le proposte di creazione di un meccanismo di risoluzione delle crisi che potrebbe imporre una compartecipazione alle perdite ai detentori di titoli di Stato nel caso in cui i governi emittenti siano in difficoltà finanziarie, hanno contribuito a un marcato incremento degli spread e, in definitiva, all'adozione di un piano di sostegno all'Irlanda.

Riemergono le preoccupazioni per il rischio sovrano ...

L'impennata degli spread sovrani è iniziata il 18 ottobre, quando i governi di Francia e Germania hanno concordato l'adozione di misure che avrebbero reso possibile l'imposizione di *haircut* sui titoli di uno Stato non in grado di onorare il servizio del debito. I differenziali si sono ulteriormente ampliati dopo che una dichiarazione del Consiglio europeo del 28 ottobre ha indicato chiaramente che altri governi UE avevano accolto la proposta. Nelle due settimane seguenti gli spread sul debito irlandese sono saliti di oltre 200 punti base e la curva dei premi sui CDS si è invertita (grafico 10, diagramma centrale), a indicazione che i mercati percepivano ormai un rischio più

... in parte in vista di *haircut* sui titoli di Stato



immediato di evento creditizio negativo². Per prevenire ulteriori rialzi degli spread, il 12 novembre i ministri delle finanze di diversi paesi europei hanno ribadito che la compartecipazione alle perdite si applicherebbe solo ai titoli emessi dopo il 2013. L'annuncio ha prodotto una tregua solo temporanea. L'attenzione si è rapidamente spostata sul sistema bancario irlandese, divenuto più dipendente dalla banca centrale, dal momento che il costo del finanziamento pronti contro termine a fronte di titoli di Stato irlandesi era diventato proibitivo. I problemi di provvista delle banche irlandesi si sono chiaramente riflessi nei rispettivi spread creditizi, che hanno superato quelli delle banche greche (grafico 10, diagramma di destra).

L'effetto del piano di sostegno all'Irlanda è di breve durata ...

Nelle settimane seguenti la turbolenza si è estesa ad altri paesi dell'area dell'euro. Le autorità hanno risposto alle insistenti speculazioni degli investitori e della stampa finanziaria annunciando, domenica 21 novembre, che l'Irlanda avrebbe ricevuto sostegno finanziario al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria nell'Unione europea nel suo complesso. Questo sostegno sarebbe fornito nell'ambito di un programma congiunto della UE e dell'FMI, finanziato tramite l'European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e l'European Financial Stability Facility (EFSF), e integrato da prestiti di altri Stati membri dell'Unione europea. Gli investitori hanno reagito positivamente al piano annunciato, ma la tregua è stata di breve durata a causa di vari nuovi sviluppi. Anzitutto, le divergenze in seno alla coalizione di governo in Irlanda hanno reso necessario indire nuove elezioni politiche agli inizi del 2011. Inoltre, il 24 novembre Standard & Poor's ha declassato il debito del paese da AA- ad A con prospettive negative provocando ulteriori incrementi degli spread creditizi irlandesi. Pur in assenza di nuove informazioni rilevanti, l'attenzione degli investitori si è spostata prima su Portogallo e Spagna e successivamente su Belgio e Italia. I differenziali sui titoli di Stato e sui CDS di tali paesi hanno raggiunto nuovi massimi.

... poiché l'attenzione si sposta su Portogallo e Spagna e successivamente su Belgio e Italia

I mercati sono andati stabilizzandosi agli inizi di dicembre, in previsione di un possibile sostegno della Banca centrale europea. Il 2 dicembre la BCE ha annunciato che avrebbe continuato a fornire fino all'aprile 2011 il sostegno straordinario di liquidità attraverso operazioni di finanziamento a tre mesi a tasso fisso con pieno accoglimento della domanda. Secondo talune fonti di mercato, lo stesso giorno la BCE avrebbe avviato acquisti di obbligazioni per volumi superiori a quelli abituali. Nell'arco di poche ore i rendimenti sui titoli di Stato decennali irlandesi e portoghesi sono scesi rispettivamente di circa 50 e 25 punti base.

² Gli eventi creditizi specificati nelle clausole dei contratti CDS includono l'inadempienza sui pagamenti previsti e ristrutturazioni involontarie del debito.