
Aumentano le pressioni inflazionistiche con il rincaro delle materie prime¹

Nel periodo tra gli inizi di dicembre 2010 e l'ultima settimana di febbraio 2011 gli investitori hanno scontato un rafforzamento dell'attività economica nelle principali economie sviluppate e la crescente probabilità che la ripresa avesse finalmente raggiunto il ritmo sufficiente a uscire dalla crisi. Queste migliorate prospettive economiche hanno avuto un impatto palese sui mercati finanziari: i corsi azionari sono saliti e gli spread creditizi si sono ristretti nelle maggiori economie avanzate. Anche i rendimenti dei titoli pubblici sono aumentati significativamente, rispecchiando sia le attese di rendimenti reali in rialzo per effetto del previsto inasprimento monetario, sia le maggiori aspettative di inflazione. Nell'ultima settimana di febbraio, tuttavia, l'umore degli investitori si è notevolmente deteriorato, con l'intensificarsi dei timori per l'impatto dell'instabilità politica nel Nord Africa e in Medio Oriente.

La revisione al rialzo delle aspettative di inflazione, specie nel breve periodo, è stata indotta non soltanto dalle più favorevoli prospettive di crescita, ma anche dai rapidi rincari dei prodotti agricoli e di altre materie prime, in particolare degli alimentari. I timori di una domanda globale di generi alimentari superiore all'offerta in alcuni dei mercati più importanti hanno verosimilmente contribuito in misura rilevante a questi aumenti. L'ascesa dei prezzi ha ridestato le preoccupazioni degli investitori e delle autorità per le ripercussioni inflazionistiche dei rincari delle materie prime a livello mondiale e per i possibili effetti di secondo impatto. L'accelerazione dei prezzi del petrolio sulla scia dell'acuirsi delle tensioni politiche nel Nord Africa e in Medio Oriente ha accentuato tali timori.

Mentre nelle economie sviluppate i prezzi delle attività hanno tratto principalmente impulso dai perduranti segnali di una ripresa autosostenuta, in vari mercati emergenti le quotazioni azionarie e obbligazionarie hanno cominciato a risentire delle crescenti inquietudini degli investitori per l'impatto di una stretta monetaria in risposta all'aumento dell'inflazione. Inoltre, il mutato panorama mondiale ha indotto una ricomposizione geografica dei portafogli di

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. L'analisi si riferisce al periodo fino al 3 marzo 2011. Per quesiti relativi al contenuto rivolgersi a jacob.gyntelberg@bis.org, per quelli riguardanti dati e grafici a magdalena.erdem@bis.org o garry.tang@bis.org.

investimento a scapito dei mercati azionari di Asia e America latina e a favore di quelli delle economie sviluppate.

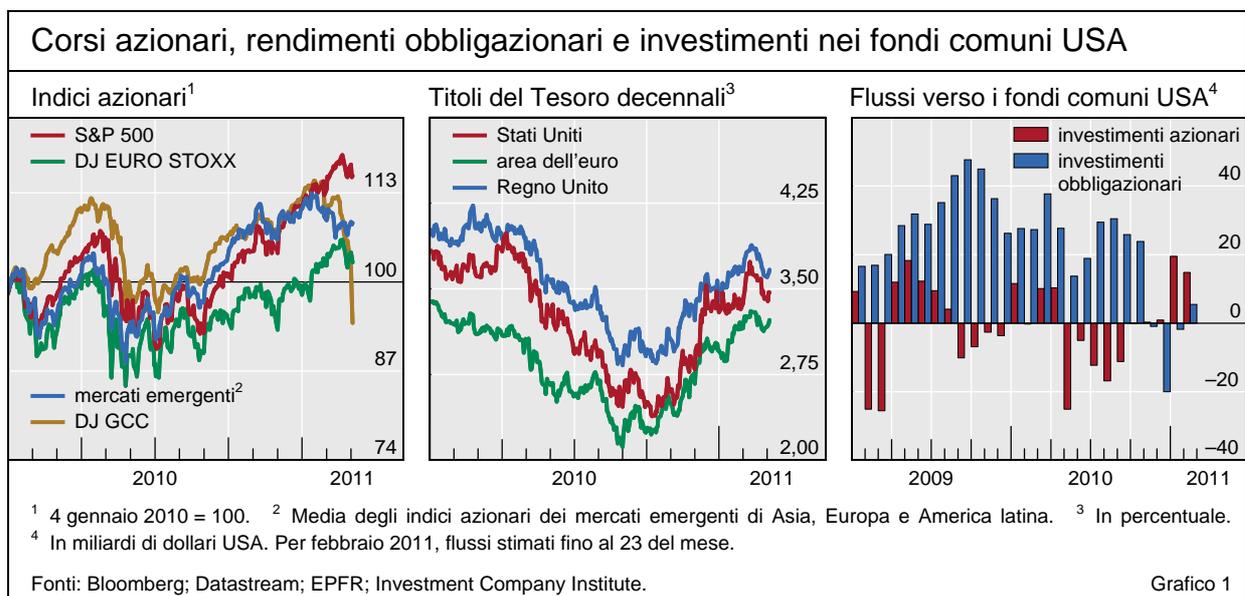
Ottimismo per la ripresa e tensioni politiche

Fra gli inizi di dicembre e l'ultima settimana di febbraio l'andamento dei mercati azionari e obbligazionari indicava che gli investitori iniziavano a scontare un miglioramento delle prospettive di crescita nelle principali economie avanzate. Un flusso costante di dati positivi continuava a segnalare che la ripresa si stava consolidando nelle economie sviluppate, in particolare in Giappone e negli Stati Uniti. Il crescente ottimismo si è tradotto in un significativo rialzo delle quotazioni azionarie nelle maggiori economie durante il periodo in rassegna (grafico 1, diagramma di sinistra). Analogamente, i differenziali sul debito societario hanno continuato a ridursi e i rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine sono saliti (grafico 1, diagramma centrale). L'ascesa dei rendimenti obbligazionari è il riflesso sia dell'aumento dell'inflazione attesa sia delle aspettative di rialzo dei tassi reali (si veda oltre). Questo spostamento nelle preferenze degli investitori a favore delle azioni rispetto alle obbligazioni trova chiara conferma nell'andamento dei fondi comuni USA, dove in dicembre si sono registrati deflussi dai fondi obbligazionari a seguito di una ricomposizione dei portafogli degli investitori a favore delle azioni (grafico 1, diagramma di destra).

Con il consolidarsi della ripresa salgono le azioni e scendono le obbligazioni nelle economie avanzate ...

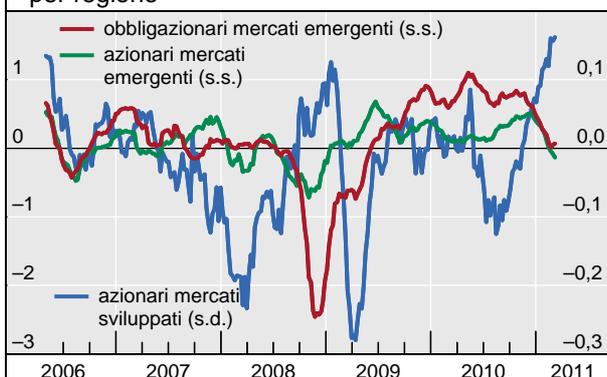
Nelle economie emergenti l'attenzione degli investitori si è concentrata sull'impatto dei futuri inasprimenti monetari in risposta all'accelerata dinamica inflazionistica in diversi paesi. Il mutato panorama economico ha spinto al ribasso le quotazioni azionarie in vari mercati emergenti a partire da dicembre (grafico 1, diagramma di sinistra), provocando al tempo stesso deflussi dai fondi comuni USA che investono in mercati e afflussi verso quelli incentrati sui mercati azionari delle economie sviluppate (grafico 2, diagramma di sinistra). Ciò ha segnato la fine di un periodo di ingenti flussi di capitali verso l'Asia e

... mentre sui mercati emergenti pesano i timori di inflazione

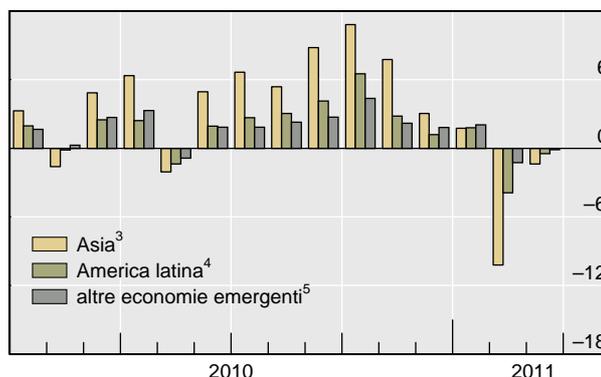


Ricomposizione dei portafogli internazionali

Investimenti azionari e obbligazionari, per regione¹



Investimenti nei mercati emergenti²



¹ Rapporto fra la media mobile di 13 settimane dei flussi verso i fondi di investimento e le loro rispettive attività totali, in percentuale. ² Somma dei dati sui flussi da e verso fondi azionari e obbligazionari fino al 2 marzo 2011, in miliardi di dollari USA. ³ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: EPFR; elaborazioni BRI.

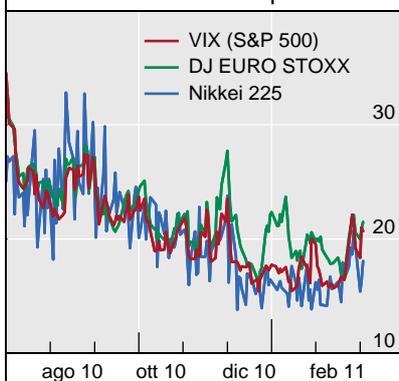
Grafico 2

L'America latina: in febbraio tutti i fondi dedicati ai mercati emergenti hanno registrato deflussi netti (grafico 2, diagramma di destra).

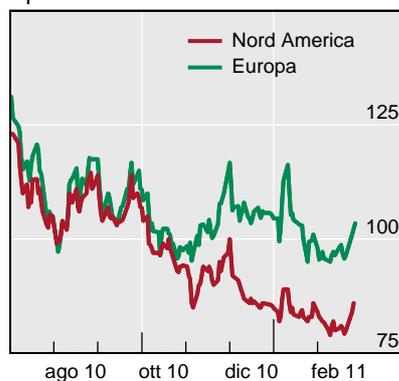
Nell'ultima settimana del mese il clima di mercato si è sensibilmente deteriorato, in quanto i timori per l'impatto dell'instabilità politica nel Nord Africa e in Medio Oriente sono sfociati in un'impennata dei prezzi del petrolio. Questo cambiamento è stato chiaramente osservabile nei mercati di tutto il mondo. La ricerca di "approdi sicuri" ha indotto un apprezzamento del franco svizzero nei confronti del dollaro USA e una flessione dei corsi azionari a livello mondiale. La volatilità implicita nelle opzioni, un indicatore comunemente utilizzato per misurare la percezione del rischio degli investitori, è aumentata di circa due terzi (grafico 3, diagramma di sinistra). Nei mercati creditizi gli spread si sono

Volatilità nei mercati azionari e creditizi

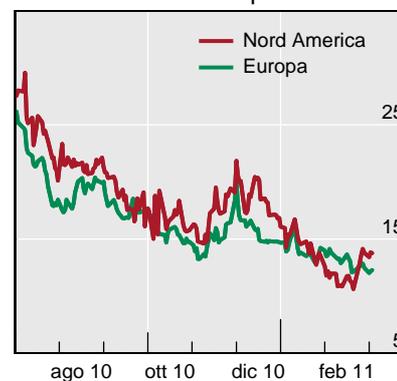
Volatilità azionaria implicita¹



Spread creditizi²



Volatilità creditizia implicita³



¹ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call at-the-money* su indici del mercato azionario, in percentuale. ² Scarto interquartile della serie più recente di indici di CDS a cinque anni di qualità *investment grade* (CDX North America; iTraxx Europe), in punti base. ³ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *at-the-money* da uno a quattro mesi su indici di CDS (CDX High Yield; iTraxx Crossover), in punti base.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 3

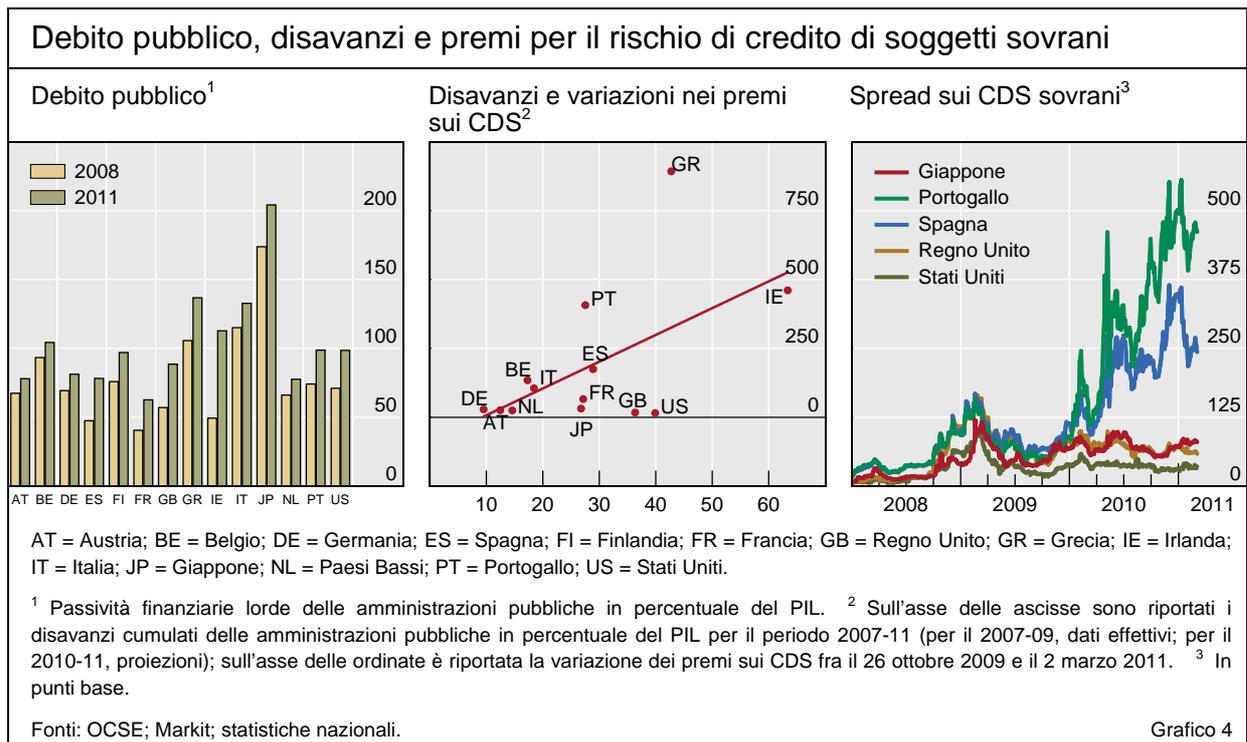
significativamente ampliati in pochi giorni, mentre le volatilità implicite hanno invertito la loro tendenza al ribasso (grafico 3, diagrammi centrale e di destra).

Le prospettive della finanza pubblica restano al centro dell'attenzione

Gli investitori hanno continuato a interessarsi attentamente ai livelli del debito pubblico e all'evolversi della situazione di bilancio delle economie avanzate. A fine gennaio Standard & Poor's ha declassato il debito sovrano del Giappone e a fine febbraio Moody's ha rivisto in negativo l'*outlook*, in parte a seguito del previsto aumento del rapporto debito/PIL (grafico 4, diagramma di sinistra). I mercati azionari sono sembrati reagire negativamente ai cambiamenti di rating, mentre la reazione di quelli obbligazionari è stata appena percettibile, forse a causa dell'elevata percentuale di titoli di Stato giapponesi detenuti da investitori nipponici. L'andamento degli spread sul debito sovrano di diversi altri paesi ha continuato a rispecchiarne le incerte prospettive sul piano fiscale (grafico 4, diagramma centrale).

I timori per le finanze pubbliche di Spagna e Portogallo non sono venuti meno. Dopo il piano di salvataggio per l'Irlanda, l'attenzione degli investitori si è spostata sulla sostenibilità dei conti pubblici del Portogallo e i rendimenti sul debito del paese hanno continuato a segnare nuovi massimi. Di conseguenza, è andata aumentando secondo molti osservatori la probabilità che il Portogallo si avvalessse della European Financial Stability Facility. A partire dal 10 gennaio si è osservata una graduale flessione degli spread sovrani, a indicazione di un leggero attenuarsi dei timori degli investitori (grafico 4, diagramma di destra). Il miglioramento del clima di fiducia è in parte attribuibile ai minori disavanzi di bilancio, alle misure di risanamento dei conti pubblici in Spagna e al buon esito dei collocamenti di obbligazioni UE agli inizi di gennaio. La domanda di questi titoli ha ampiamente superato l'offerta, anche grazie

Permangono timori per la situazione dei conti pubblici



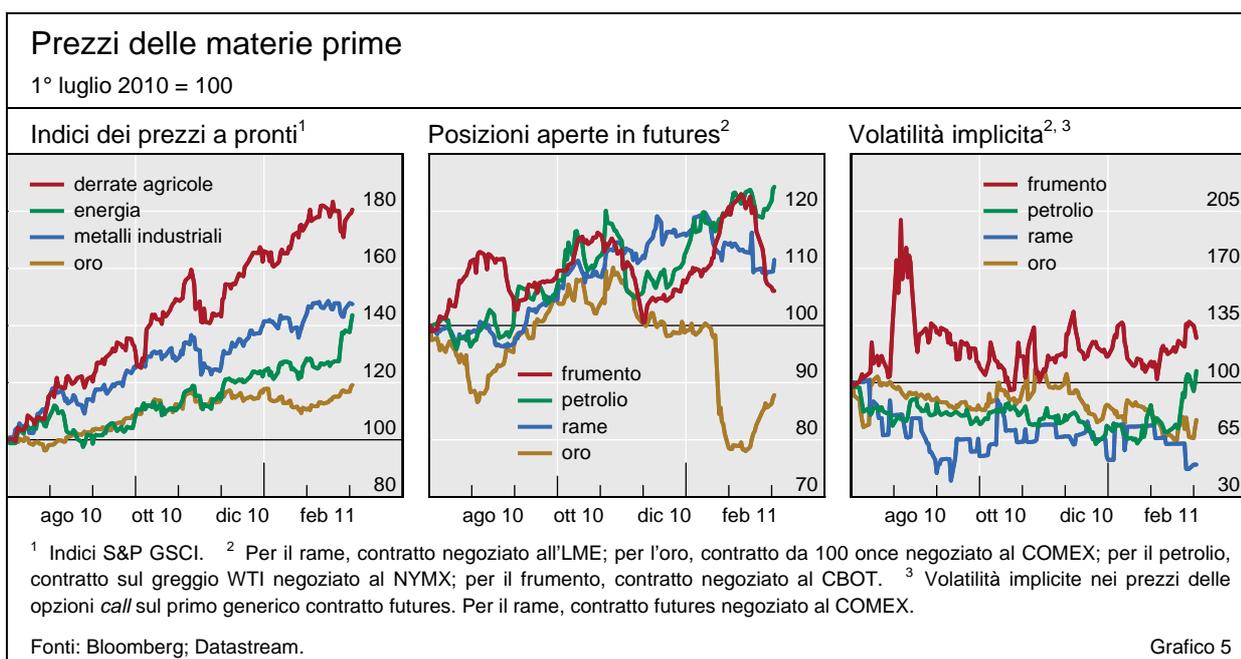
all'impegno del governo giapponese ad acquistare il 25% delle obbligazioni. I decrescenti differenziali possono aver rispecchiato anche la diminuzione delle posizioni corte sui mercati creditizi e valutari seguita al migliorato clima di fiducia. In questo contesto, sono altresì salite le quotazioni azionarie delle banche europee, mentre si sono ristretti i differenziali sul debito bancario. Nei mesi di gennaio e febbraio sull'andamento dei corsi delle azioni e obbligazioni degli istituti bancari spagnoli ha influito anche la pubblicazione di informazioni più dettagliate sulle esposizioni verso il settore immobiliare, nonché l'introduzione di requisiti patrimoniali più stringenti.

Rincaro dei beni alimentari, del petrolio e di altre materie prime

I prezzi delle materie prime si impennano

I corsi delle materie prime hanno registrato un'impennata nel periodo in rassegna, con i maggiori rincari nel comparto degli alimentari e del petrolio (grafico 5, diagramma di sinistra). I mercati aumenti dei prezzi degli alimentari hanno rispecchiato in parte i timori di future carenze dal lato dell'offerta, in considerazione dei cali della produzione mondiale dovuti a fattori climatici. I forti rialzi hanno spinto alcune autorità e taluni osservatori a esprimere preoccupazioni per le possibili conseguenze politiche e inflazionistiche nelle economie emergenti e in via di sviluppo.

I fattori all'origine degli aumenti di prezzo dei generi alimentari sono stati in parte diversi da quelli che hanno spinto al rialzo altre materie prime. Il rincaro dei prodotti alimentari è principalmente dovuto ai timori di un'offerta insufficiente in futuro a causa delle inondazioni in Australia e dei deludenti raccolti in Ucraina, Russia, Cina e Pakistan a seguito delle avverse condizioni climatiche. Per diverse materie prime il basso livello delle scorte ha accentuato le pressioni sui prezzi. L'impatto più visibile si è avuto sul frumento, uno dei prodotti che risente maggiormente delle prospettive dal lato dell'offerta. Tuttavia, i prezzi dei futures segnalano che l'offerta di beni alimentari dovrebbe



aumentare e i prezzi potrebbero stabilizzarsi nel corso di quest'anno. A differenza delle derrate alimentari, il rincaro dell'energia e dei metalli sembra imputabile a pressioni di più lungo periodo dal lato della domanda, innescate dal ritmo atteso della crescita mondiale.

Il rapido rialzo dei prezzi alimentari si è accompagnato a un notevole aumento delle posizioni aperte sui mercati dei futures (grafico 5, diagramma centrale). Gli aumenti più consistenti e rapidi hanno riguardato i futures su frumento, mais e soia, di riflesso al calo delle scorte e all'intensificarsi dei timori di un'offerta insufficiente a soddisfare la domanda futura. Nonostante l'incremento delle posizioni in futures, non è chiaro in che misura i fattori finanziari abbiano influito sui prezzi a pronti. In particolare, in diversi mercati i rincari hanno preceduto l'aumento delle posizioni in futures. Inoltre, gli investimenti finanziari connessi a indici su materie prime, un altro possibile fattore di influsso sui prezzi dei prodotti primari, non sembrano aumentati significativamente nel periodo. In linea con una situazione di offerta/domanda tesa ma prevedibile, le volatilità implicite nelle opzioni sono diminuite in diversi mercati delle materie prime (grafico 5, diagramma di destra) e l'inclinazione della curva dei prezzi futures si è accentuata.

Nell'ultima settimana di febbraio i prezzi del petrolio sono saliti repentinamente in un clima di crescenti timori per il pericolo che i conflitti politici in Libia potessero estendersi ad altri grandi paesi produttori di petrolio nella regione e perturbare la produzione mondiale di greggio. Le rassicurazioni del cartello dei produttori di petrolio circa la loro disponibilità a incrementare l'offerta per evitare carenze hanno avuto scarsi effetti. Il deterioramento della situazione politica in Libia ha determinato la chiusura di oltre metà delle forniture di petrolio del paese, causando sensibili rialzi delle quotazioni a pronti e a termine del greggio, con i prezzi a pronti che hanno raggiunto i massimi degli ultimi due anni. L'impennata dei corsi del petrolio è stata vista come una minaccia per la crescita mondiale, con un conseguente calo dei prezzi *spot* dei prodotti non energetici e un marcato incremento delle volatilità implicite nelle opzioni per il petrolio e altre materie prime.

I disordini in Libia accentuano le pressioni sul petrolio

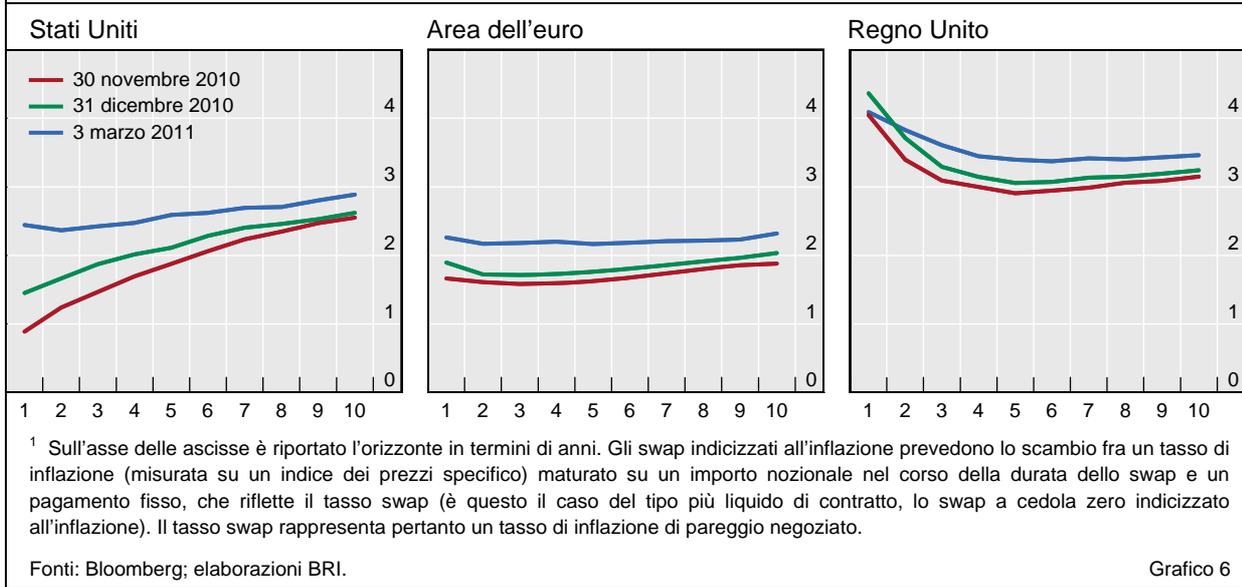
Politiche monetarie sotto osservazione con l'accentuarsi delle spinte inflazionistiche

Di fronte all'impennata dei prezzi di alimentari e materie prime, nonché al riaccutizzarsi dell'inflazione generale, gli investitori hanno iniziato a scontare tassi più elevati di incremento dei prezzi nelle principali economie sviluppate, in particolare a breve termine. I tassi degli swap indicizzati all'inflazione (ossia i tassi di inflazione di pareggio negoziati sui mercati degli swap) sono gradualmente saliti negli ultimi mesi. Mentre queste variazioni sono state perlopiù uniformi su tutte le scadenze delle curve degli swap nell'area dell'euro e nel Regno Unito, la curva USA ha registrato rialzi nettamente maggiori nel segmento a breve che in quello a lunga (grafico 6). Con l'accentuarsi delle spinte inflazionistiche, gli investitori hanno focalizzato sempre di più l'attenzione sulla probabilità e sui tempi di un inasprimento monetario.

Gli investitori scontano un aumento dell'inflazione ...

Struttura per scadenze dei tassi swap indicizzati all'inflazione¹

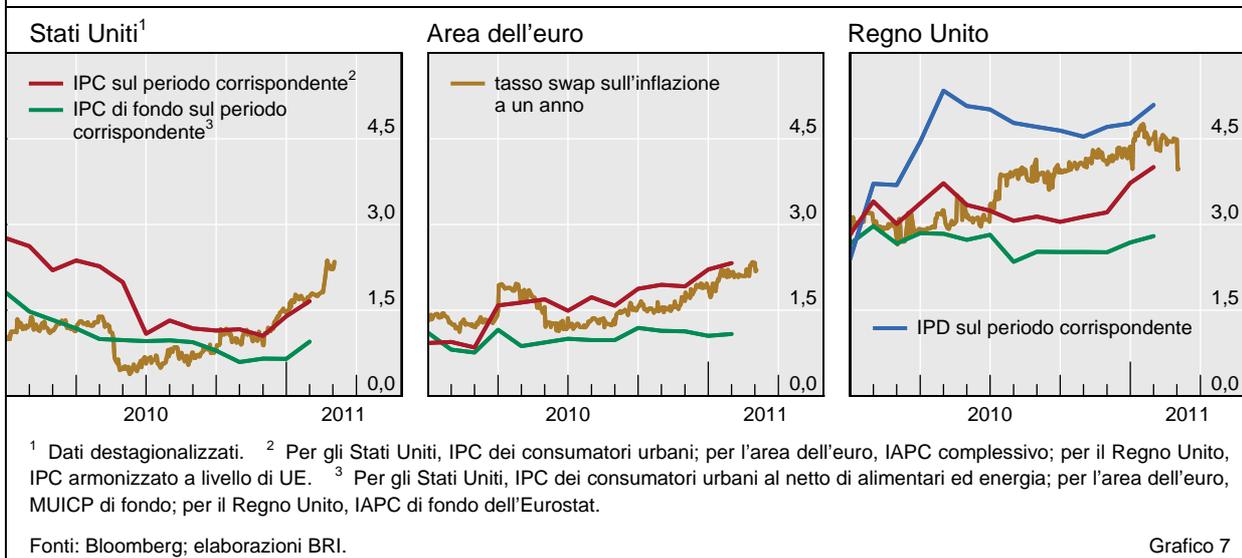
In percentuale

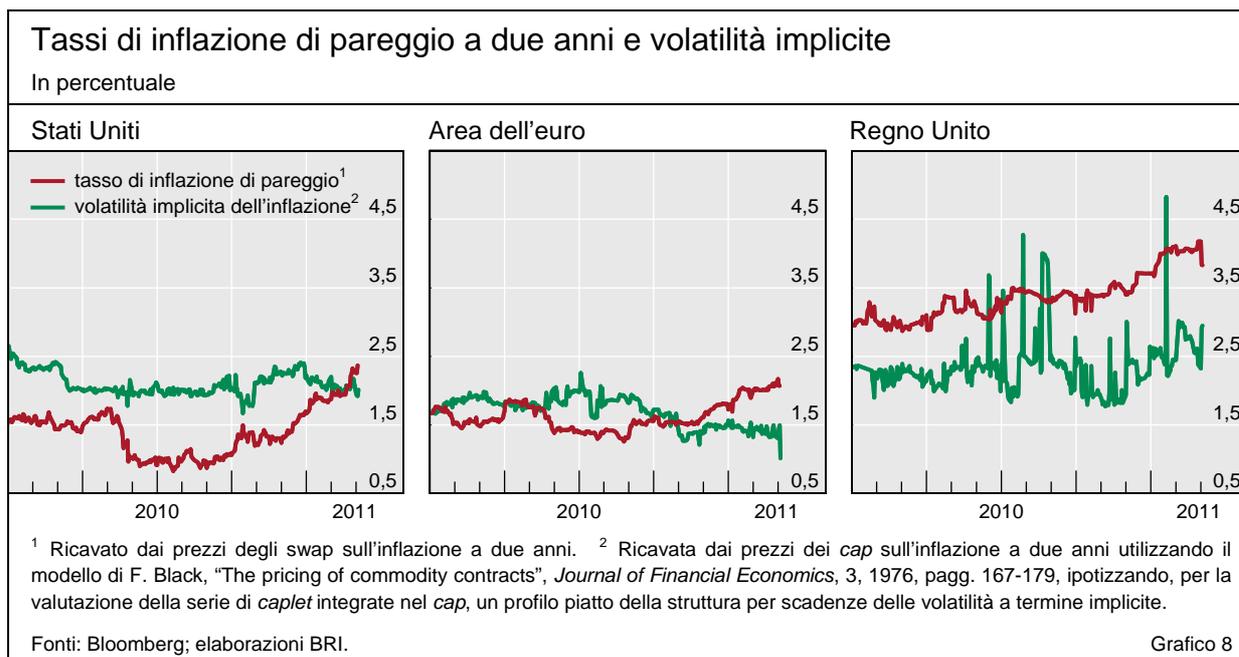


Il rialzo dei tassi degli swap sull'inflazione ha coinciso con un leggero aumento degli indicatori dell'inflazione generale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, nonostante il fatto che l'inflazione di fondo sia rimasta nettamente inferiore e più stabile (grafico 7). Ciò non sorprende, poiché tali swap sono correlati agli indici generali dei prezzi al consumo (o al dettaglio, IPD, nel caso del Regno Unito), e i prezzi al consumo tendono a reagire in modo relativamente rapido alle oscillazioni dei corsi delle materie prime e dei beni alimentari. Gli indici di fondo, invece, escludono generalmente gli alimentari e l'energia, ossia proprio quelle componenti che hanno registrato i rincari più rapidi. La maggiore stabilità dei tassi degli swap sull'inflazione a più lungo termine negli USA indica che, almeno per il momento, gran parte del recente

Misure dell'inflazione e tassi di pareggio a breve termine

In percentuale





rialzo dell'inflazione complessiva è stato percepito dagli investitori principalmente come un fenomeno transitorio e non tanto come l'inizio di una persistente ascesa dell'inflazione negli Stati Uniti². Resta da vedere se queste attese si riveleranno fondate.

Le recenti indicazioni di un aumento delle aspettative di inflazione a breve termine non si sono generalmente accompagnate a segnali di maggiore incertezza circa la dinamica inflazionistica nel breve periodo. La volatilità implicita dell'inflazione, desunta dalle opzioni a due anni sull'inflazione, è rimasta sostanzialmente stabile negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, nonostante il notevole rialzo dei tassi degli swap indicizzati all'inflazione a due anni (grafico 8, diagrammi di sinistra e centrale)³. Il Regno Unito ha fatto eccezione, essendo emersi segnali di aumento della volatilità implicita negli ultimi mesi, a indicazione della maggiore incertezza degli investitori circa il probabile andamento dell'inflazione nei prossimi anni (grafico 8, diagramma di destra)⁴. Ciò ha coinciso con un graduale rialzo a oltre il 4% del tasso degli swap indicizzati all'inflazione a due anni nel Regno Unito e con la pubblicazione di dati che indicavano una risalita dell'inflazione dei prezzi al consumo nel paese al 3,7% nel dicembre 2010⁵. Sebbene una parte non

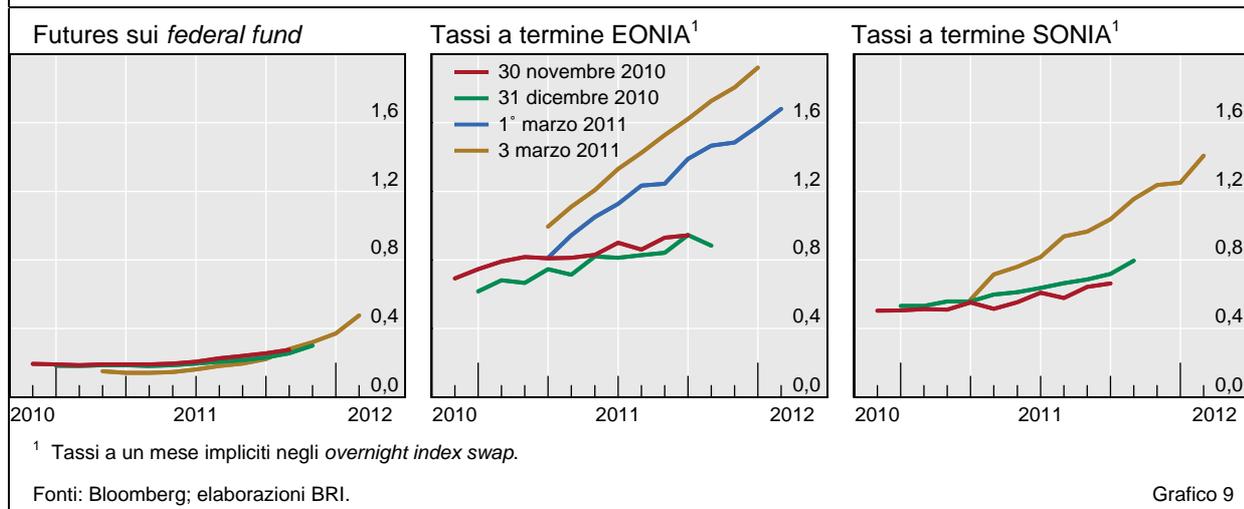
² Cfr. anche l'articolo di Gerlach et al. in questo numero della *Rassegna trimestrale*, che esamina l'andamento di varie misure delle aspettative di inflazione a partire dalla crisi finanziaria, ma solo fino a gennaio 2011.

³ Anche le volatilità implicite dell'inflazione a più lungo termine sono rimaste alquanto stabili negli ultimi mesi; cfr. l'articolo di Gerlach et al. in questo numero della *Rassegna trimestrale*.

⁴ La volatilità implicita dell'inflazione nel Regno Unito risulta altresì più volatile rispetto a quella negli Stati Uniti o nell'area dell'euro. Ciò potrebbe tuttavia rispecchiare la maggiore illiquidità del segmento britannico del mercato dei derivati sull'inflazione, anziché una volatilità della volatilità strutturalmente più elevata.

⁵ L'IPD, che presenta una copertura diversa rispetto all'IPC, anche riguardo ai costi dei mutui e delle abitazioni, è salito al 4,8% in dicembre.

Tassi di interesse a termine impliciti



trascurabile di questo incremento sia dovuta al recente innalzamento dell'IVA, le maggiori incertezze a breve termine possono segnalare il timore degli investitori di un persistente superamento dell'obiettivo del 2% per l'inflazione dei prezzi al consumo. La notizia di una contrazione inattesa dello 0,5% dell'economia britannica nel quarto trimestre 2010 ha ulteriormente complicato il quadro di politica monetaria.⁶

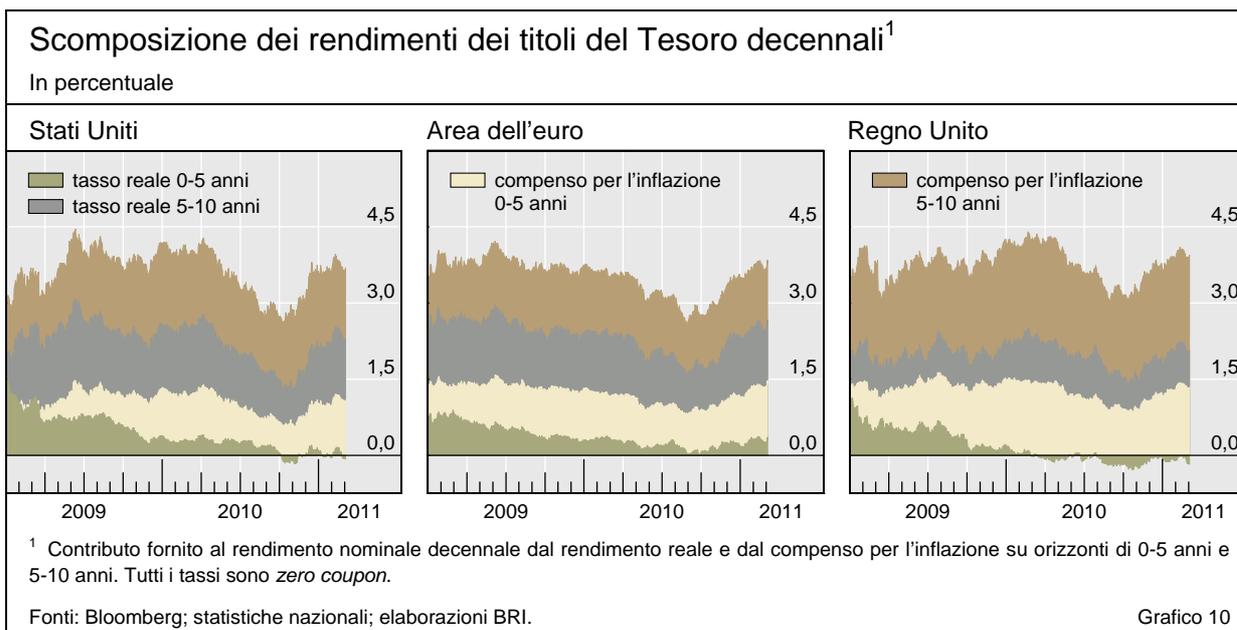
... e l'inasprimento delle politiche monetarie ...

In linea con i segnali di un'accelerazione della ripresa e con le aspettative di un aumento dell'inflazione nelle economie avanzate, gli investitori hanno iniziato ad anticipare nel tempo i rialzi attesi dei tassi ufficiali, almeno per l'area dell'euro e il Regno Unito (grafico 9, diagrammi centrale e di destra). Ciò contrasta con quanto avvenuto durante gran parte del 2010, quando i tempi previsti per i primi inasprimenti monetari erano stati differiti a più riprese. A fine febbraio i saggi di interesse a termine impliciti indicavano che le prime manovre di innalzamento dei tassi nel Regno Unito e nell'area dell'euro erano attese intorno alla metà del 2011, mentre a fine 2010 avevano segnalato tali interventi solo nel 2012. Questo cambiamento ha rispecchiato il recente rapido ampliarsi del divario tra indici dei prezzi al consumo e obiettivi di stabilità dei prezzi della BCE e della Bank of England. I tassi a termine impliciti dell'area dell'euro hanno segnato un ulteriore rialzo il 3 marzo, quando il Presidente della BCE Trichet ha inaspettatamente fatto intendere che un innalzamento dei tassi era imminente (grafico 9, diagramma centrale). Nel frattempo, le aspettative di un primo rialzo dei tassi ufficiali USA continuavano a orientarsi sulla prima metà del 2012 (grafico 9, diagramma di sinistra).

... spingendo al rialzo i rendimenti obbligazionari

L'effetto combinato di una ripresa più sostenuta, crescenti aspettative di inflazione e una conseguente accelerazione dei tempi previsti per l'inasprimento monetario ha spinto al rialzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nelle principali economie sviluppate. Tra fine novembre 2010 e inizio marzo 2011, i rendimenti obbligazionari nominali (*zero coupon*) a 10 anni

⁶ La contrazione è in parte imputabile agli shock negativi per i settori delle costruzioni e dei servizi dovuti alle severe condizioni invernali verso la fine del 2010.



sono saliti di circa 55 punti base nell'area dell'euro⁷, di circa 50 punti nel Regno Unito e di 65 negli Stati Uniti. In linea con le segnalazioni dai mercati degli swap sull'inflazione, gran parte di questi aumenti derivava dai crescenti premi per l'inflazione, in particolare nel breve e medio periodo (fino a un orizzonte quinquennale) mentre la componente dovuta al compenso per l'inflazione in un orizzonte tra 5 e 10 anni risultava minore (grafico 10). Per gli Stati Uniti la componente per l'inflazione a più lungo termine era persino negativa, anche se di poco. Il rialzo del rendimento decennale USA è riconducibile in misura pressoché uguale al compenso per l'inflazione fino a 5 anni e al rialzo dei rendimenti reali in un orizzonte tra 5 e 10 anni. Ciò rispecchia il rafforzamento percepito dell'attività economica e i rendimenti reali più elevati scontati dagli investitori in vista di una normalizzazione solo molto graduale dei tassi ufficiali statunitensi. Il fatto che il rialzo dei tassi reali fosse previsto sull'orizzonte di 5-10 anni indica che i tempi di questo processo erano considerati alquanto lunghi.

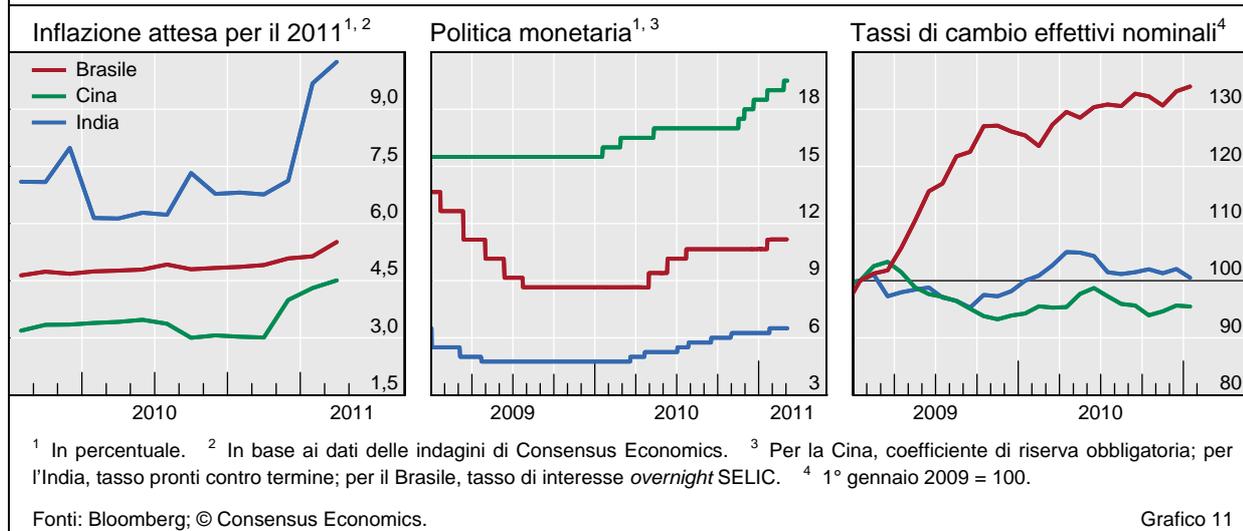
A fine febbraio i flussi di capitali diretti verso investimenti più sicuri a seguito dei disordini politici in Nord Africa e Medio Oriente hanno esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari nelle principali economie avanzate.

Nello stesso tempo, le autorità delle maggiori economie emergenti hanno continuato ad adottare graduali misure di restrizione monetaria di fronte all'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche. Queste ultime sono state generate sia dal ritmo sostenuto della crescita economica (nettamente più elevato che nelle economie sviluppate), sia dalla maggiore incidenza dei rincari dei beni alimentari e delle materie prime sull'inflazione al consumo nei mercati emergenti. Tra le economie maggiori, le aspettative di inflazione sono aumentate in particolare in Cina e sono ulteriormente salite in India (grafico 11, diagramma di sinistra). In risposta, la banca centrale cinese ha innalzato il

Ulteriore inasprimento monetario nei mercati emergenti

⁷ Il riferimento è ai rendimenti dei titoli di Stato francesi.

Economie emergenti maggiori



coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base in gennaio e nuovamente in febbraio. Questi rialzi rappresentano la settima e ottava manovra restrittiva dagli inizi del 2010, che hanno portato il coefficiente al 19,5% (grafico 11, diagramma centrale). L'istituto centrale ha altresì innalzato i tassi di riferimento di 25 punti base nel dicembre 2010 e nel febbraio 2011. Definendo "inaccettabilmente elevato" il tasso di inflazione, la Reserve Bank of India ha aumentato il tasso pronti contro termine di ulteriori 25 punti base, al 6,5%, portando l'incremento cumulato da marzo 2010 a 175 punti base. La banca centrale del Brasile ha parimenti inasprito la politica monetaria, innalzando il tasso di interesse SELIC all'11,25% in gennaio nel tentativo di ricondurre l'inflazione in prossimità dell'obiettivo prefissato. I rialzi dei tassi di interesse nelle principali economie emergenti si sono tradotti anche in un aumento dei tassi ufficiali reali negli ultimi mesi (quantomeno misurando i tassi ufficiali nominali al netto dell'inflazione effettiva corrente). Tuttavia, mentre il tasso ufficiale reale del Brasile è relativamente elevato (intorno al 5%), quelli di Cina e India sono ancora negativi.

Con l'incremento dei tassi di interesse, i tassi di cambio hanno continuato a subire pressioni al rialzo nelle maggiori economie emergenti (grafico 11, diagramma di destra). Numerosi paesi si sono avvalsi ulteriormente dell'accumulo di riserve per frenare il rapido apprezzamento del cambio nominale.