
Il nuovo calo dei rendimenti alimenta la ricerca di investimenti remunerativi¹

Nel periodo da metà giugno a metà settembre la crescita mondiale ha rallentato il passo, mentre si sono intensificati i timori riguardo alla sostenibilità del debito pubblico dell'area dell'euro e al futuro dell'unione monetaria. Di fronte alla minore crescita, molte banche centrali hanno allentato le condizioni monetarie, abbassando i tassi di interesse o espandendo le politiche non convenzionali. Questi provvedimenti e i relativi annunci hanno provocato in certi casi ampie oscillazioni dei prezzi delle attività.

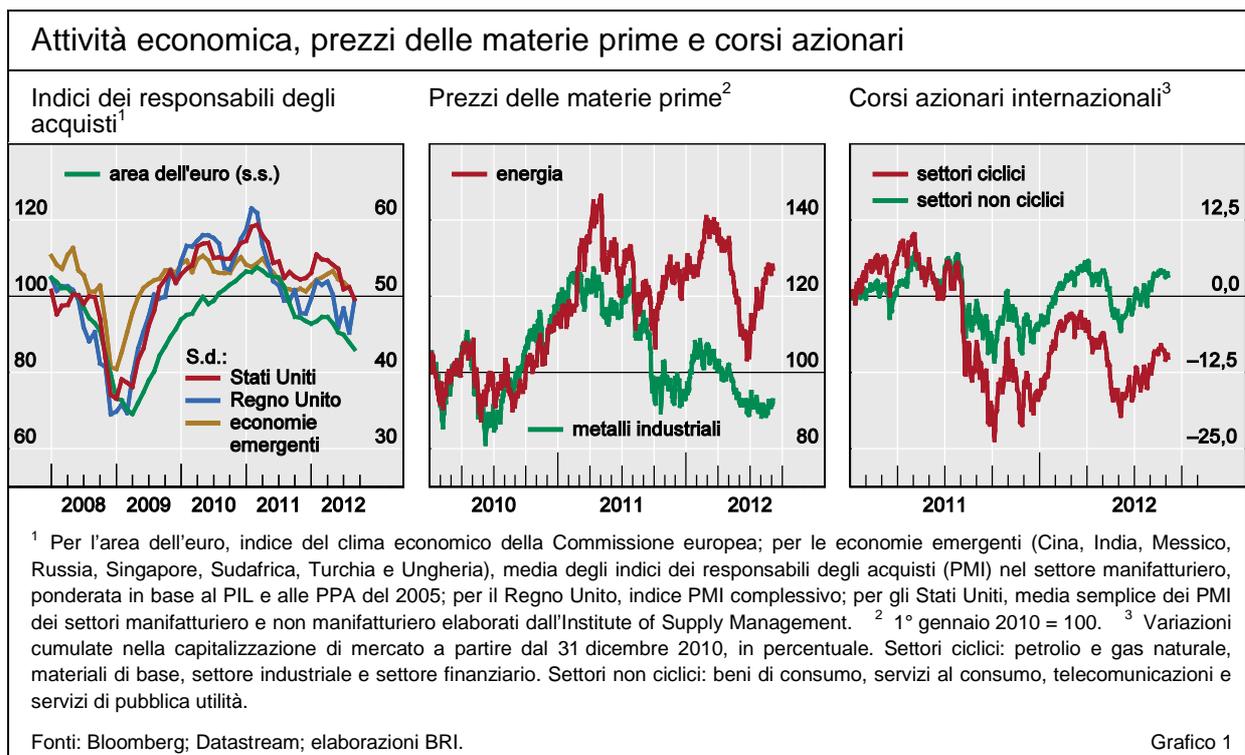
Unitamente alle azioni delle banche centrali, la debole crescita e le riallocazioni di portafoglio motivate dai timori per il rischio sovrano nell'area dell'euro hanno spinto ai minimi storici i rendimenti dei titoli di vari prenditori sovrani con alto rating. In diversi paesi europei i rendimenti nominali dei titoli di Stato a breve termine sono persino divenuti nettamente negativi. Il basso livello dei rendimenti sui titoli pubblici nelle economie avanzate ha alimentato la ricerca di opportunità di investimento che offrissero remunerazioni più elevate. Di conseguenza, le azioni e le obbligazioni societarie hanno segnato un marcato rialzo. La ricerca di rendimento potrebbe in parte spiegare anche la volatilità eccezionalmente bassa osservata negli ultimi mesi nei mercati creditizi, valutari e azionari.

Le prospettive di crescita mondiale continuano a deteriorarsi

La pubblicazione di dati macroeconomici perlopiù inferiori alle aspettative ha reso sempre più evidente che la crescita dell'economia mondiale si era indebolita. Le stime preliminari indicavano che nel secondo trimestre l'espansione era lievemente rallentata allo 0,4% negli Stati Uniti e allo 0,3% in Giappone. L'economia dell'area dell'euro si è contratta dello 0,2% e quella del Regno Unito dello 0,7%. Le indagini condotte presso i responsabili degli acquisti prefiguravano un'ulteriore decelerazione dell'attività economica nel terzo trimestre (grafico 1, diagramma di sinistra). Questo rallentamento non ha

La debolezza della
crescita si
diffonde ...

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande sul testo possono essere rivolte ad Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), Vladyslav Sushko (vlad.sushko@bis.org) e Nicholas Vause (nick.vause@bis.org). Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare Jhuvesh Sobrun (jhuvesh.sobrun@bis.org) e Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).



risparmiato la Germania né diverse economie emergenti che in precedenza avevano registrato una rapida crescita.

Negli Stati Uniti alcuni indicatori congiunturali come l'occupazione nel settore non agricolo sono risultati lievemente migliori delle aspettative in luglio. Ciò nonostante, la situazione economica è rimasta fragile e le incertezze legate alla marcata stretta fiscale che potrebbe aver luogo a inizio 2013 pesano sulle prospettive di crescita. In Cina la crescita è diminuita nel secondo trimestre al livello più basso degli ultimi tre anni e la pubblicazione di dati inferiori al previsto sulla fiducia dei responsabili degli acquisti indicava un'ulteriore decelerazione dell'attività economica.

Queste notizie negative hanno avuto un effetto sorprendentemente contenuto sulle quotazioni delle attività cicliche. Se da un lato i prezzi di metalli industriali come il rame sono effettivamente scesi (grafico 1, diagramma centrale), dall'altro quelli dell'energia hanno segnato un rialzo per effetto delle condizioni tese dell'offerta di petrolio e delle crescenti tensioni politiche internazionali con l'Iran. I corsi azionari globali sono parimenti saliti, anche nei settori ciclici (grafico 1, diagramma di destra). L'aumento delle quotazioni azionarie è stato alimentato da utili aziendali superiori alle aspettative. Durante la recente stagione dei risultati negli Stati Uniti e in Germania, ad esempio, i profitti delle società dell'S&P 500 e del DAX hanno superato le previsioni degli analisti di circa il 5 e il 16% rispettivamente. I corsi azionari hanno inoltre reagito vigorosamente agli annunci di ulteriori misure di sostegno all'economia da parte delle banche centrali (si veda oltre) e sono stati influenzati dalle aspettative di nuove azioni di stimolo in caso di ulteriore deterioramento delle prospettive economiche. Ciò fa ritenere che fra le determinanti dei recenti rialzi delle quotazioni azionarie vi sia anche un calo atteso dei tassi di sconto.

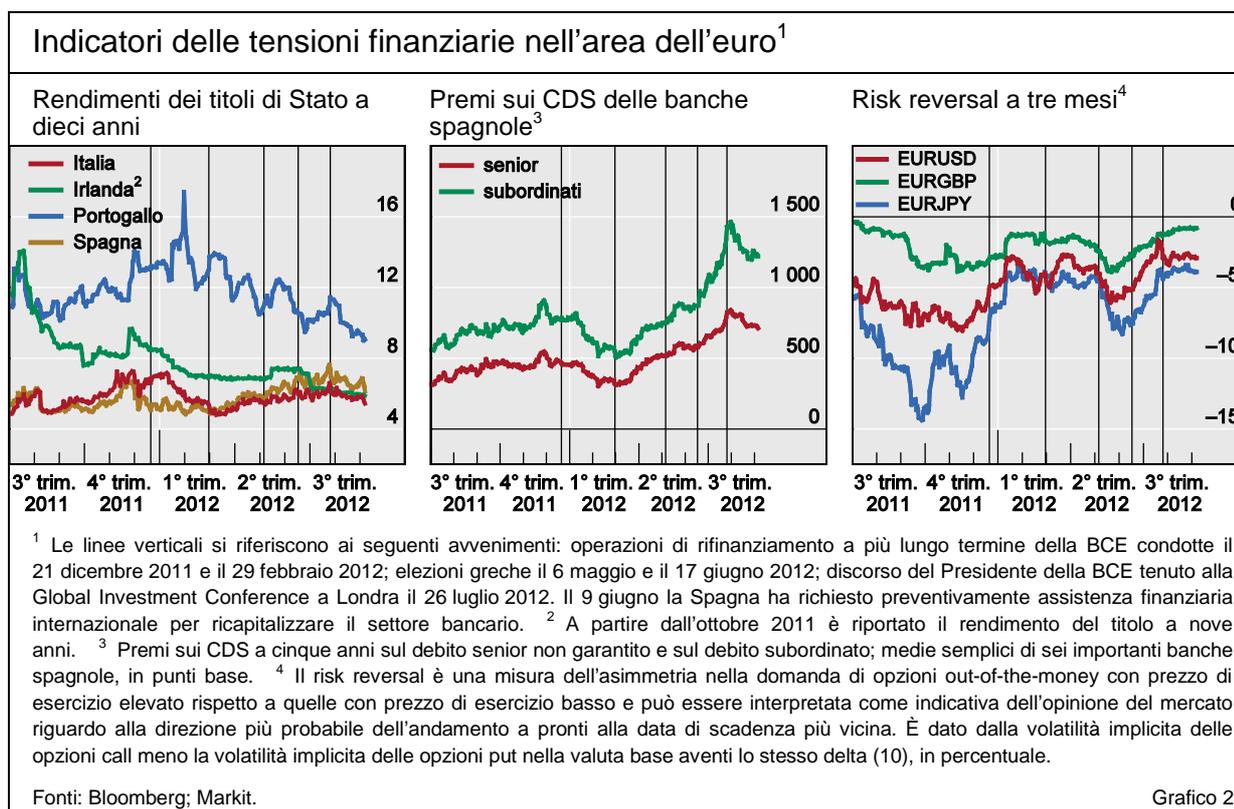
... ma i mercati azionari segnano un rialzo

La crisi del debito nell'area dell'euro incide ancora negativamente sui mercati

La crisi del debito nell'area dell'euro è rimasta ai primi posti fra le preoccupazioni degli investitori internazionali. Le elezioni di metà giugno in Grecia hanno portato alla formazione di una coalizione di governo pro-euro, attenuando i timori di un'uscita imminente dalla moneta unica. I rendimenti dei titoli di Stato greci sono di conseguenza scesi dai massimi raggiunti dopo la ristrutturazione del debito. Nondimeno, fra gli investitori permane l'ansia per l'esito di una prossima valutazione della "troika" sul rispetto da parte della Grecia delle condizioni legate al sostegno internazionale.

Al contempo, i costi di raccolta della Spagna sono notevolmente aumentati quando, agli inizi di giugno, il governo ha richiesto un finanziamento internazionale per contribuire alla ricapitalizzazione delle banche del paese. Gli investitori hanno temuto che i propri crediti divenissero ulteriormente subordinati rispetto ai nuovi prestiti, per cui la richiesta di assistenza ha provocato un'impennata dei rendimenti dei titoli di Stato spagnoli per gran parte di giugno e di luglio (grafico 2, diagramma di sinistra). Sebbene i ministri delle finanze europei avessero confermato a fine luglio che i nuovi prestiti non avrebbero avuto rango superiore rispetto al debito in essere, i termini della ricapitalizzazione imponevano effettivamente la svalutazione del debito bancario subordinato. I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle obbligazioni subordinate emesse da diverse banche spagnole sono saliti quando questa notizia è trapelata l'11 luglio. Anche i premi sul debito senior sono aumentati, poiché gli investitori hanno riconosciuto il rischio che tali emissioni potessero parimenti ricevere un trattamento analogo in futuro

Si impennano i costi di raccolta della Spagna



(grafico 2, diagramma centrale). Gli spread sui covered bond delle banche spagnole si sono altresì ampliati, in parte a causa degli effetti della debolezza economica sulla qualità dei portafogli di garanzie, costituiti in gran parte da prestiti immobiliari.

Ad alimentare l'impennata dei costi di raccolta della Spagna è stata anche in ampia misura l'incertezza circa l'impatto dei finanziamenti internazionali sull'onere debitorio sovrano. A ciò si sono aggiunti l'aggravarsi della recessione del paese e le nuove richieste di linee di credito di emergenza formulate da alcune regioni al governo centrale. Tutto ciò ha fatto salire i rendimenti sui titoli sovrani decennali spagnoli di circa 70 punti base, fino a un massimo del 7,6% il 24 luglio. Le tensioni sono state ancora più accentuate sulle obbligazioni a più breve termine: a fine luglio i rendimenti a due anni erano balzati di oltre 170 punti base, al 6,8%.

Altri mercati del debito sovrano dell'area dell'euro hanno parimenti subito pressioni in vendita nello stesso periodo. In particolare, i rendimenti decennali sui titoli di Stato italiani sono saliti per gran parte di luglio, raggiungendo un picco del 6,6% il 24 del mese. L'incremento potrebbe essere in parte riconducibile al contagio dalla Spagna, ma vi hanno contribuito anche fattori interni, come il finanziamento messo a disposizione della Sicilia dal governo centrale e il declassamento di due gradi del rating sovrano dell'Italia da parte di Moody's il 13 luglio. Sui mercati valutari, di fronte al deflusso di capitali dall'area dell'euro, il valore esterno ponderato per l'interscambio della moneta unica è andato calando sino alla fine di luglio.

Il 26 luglio l'affermazione del Presidente della BCE secondo cui "nel rispetto del suo mandato, la BCE [era] pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro" ha indotto un netto calo dei rendimenti italiani e spagnoli. I rendimenti sulle scadenze più brevi sono calati in maniera più marcata. Probabilmente, ciò si deve in parte alle aspettative che eventuali futuri interventi della BCE si sarebbero concentrati sui titoli di Stato a più breve termine. I dettagli del nuovo programma della BCE di operazioni definitive monetarie (ODM) sono stati infine svelati il 6 settembre. Il programma prevede acquisti discrezionali sterilizzati di titoli di Stato a breve termine a determinate condizioni e previa richiesta da parte del governo del rispettivo paese di assistenza internazionale tramite il fondo europeo di stabilità finanziaria/meccanismo europeo di stabilità (FESF/MES).

La notizia di un maggiore attivismo da parte della BCE ha avuto ampie ricadute sul clima di mercato. Le quotazioni azionarie internazionali hanno segnato forti rialzi per gran parte di agosto. I rendimenti dei Bund tedeschi e di altri titoli di Stato a più alto rating dell'area dell'euro sono aumentati. Nello stesso periodo il governo irlandese è inoltre tornato a finanziarsi sui mercati dei capitali internazionali emettendo obbligazioni a più lungo termine con rendimenti inferiori a quelli della Spagna. Per la maggior parte di agosto l'euro ha riguadagnato terreno nei confronti di altre importanti valute. Ciò nonostante, in base ai risk reversal sui tassi di cambio, gli investitori continuavano a pagare un premio per coprirsi da futuri marcati ribassi della moneta unica (grafico 2, diagramma di destra).

Cambia il clima di fiducia ...

... alla notizia del nuovo programma della BCE

Le deboli prospettive di crescita spingono le banche centrali a intervenire

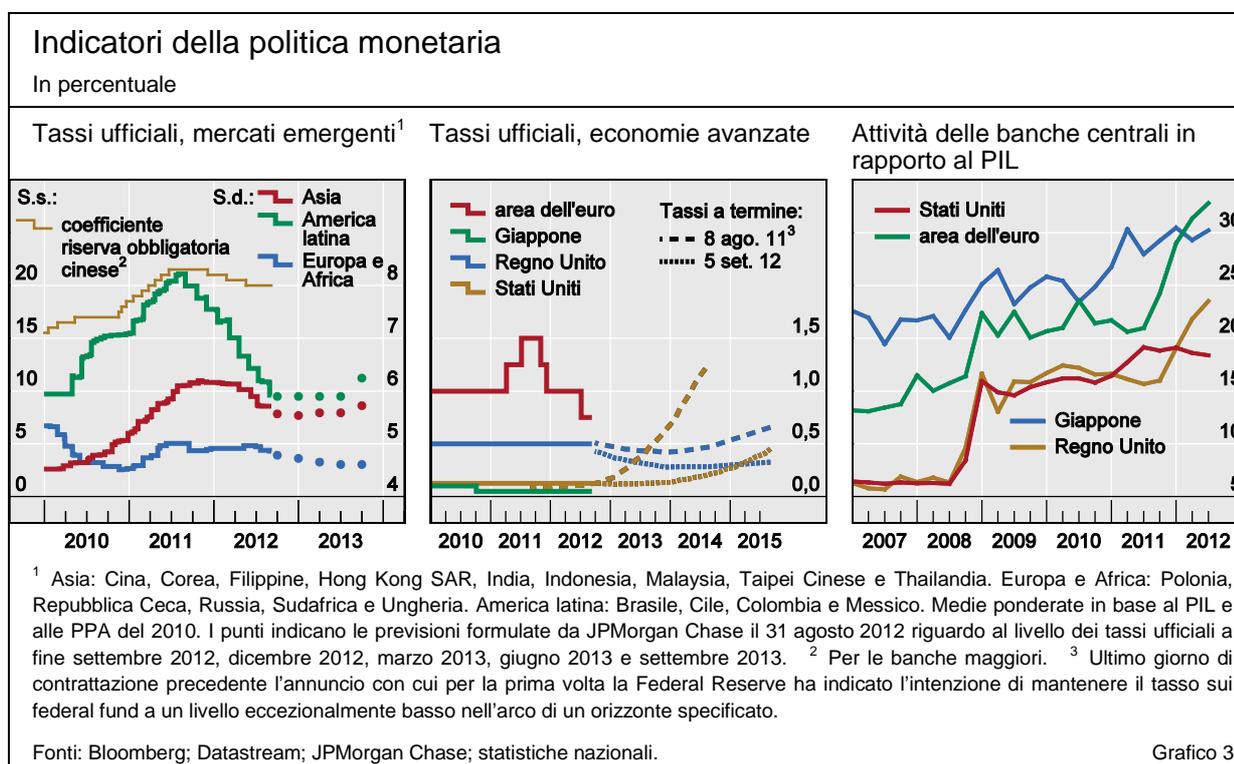
Le banche centrali abbassano nuovamente i tassi ...

In un contesto di indebolimento delle prospettive di crescita, le banche centrali delle economie sia emergenti sia avanzate hanno adottato ulteriori misure per allentare la politica monetaria. In Brasile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Israele, Repubblica Ceca e Sudafrica sono stati abbassati i tassi ufficiali (grafico 3, diagramma di sinistra). In Cina il taglio dei tassi è intervenuto dopo che quest'anno era già stato ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria. Le previsioni sull'andamento dei tassi ufficiali nei mercati emergenti indicano tuttavia pochi tagli aggiuntivi in futuro (punti nel grafico 3, diagramma di sinistra).

Le banche centrali delle economie avanzate hanno anch'esse ulteriormente allentato le condizioni monetarie. Agli inizi di luglio la BCE ha abbassato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti, a 75 punti base, e ridotto a zero il tasso di interesse sulle operazioni di deposito (grafico 3, diagramma centrale). La remunerazione dei depositi presso l'Eurosistema è stata così allineata con quella dei conti correnti, riducendo l'incentivo a depositare presso la banca centrale le riserve in eccesso alla fine di ogni giornata operativa. Ciò detto, le banche hanno mantenuto invariato l'ammontare complessivo delle riserve. Inoltre, alcuni fondi del mercato monetario hanno deciso di non accettare più nuove sottoscrizioni, avendo difficoltà a offrire rendimenti positivi in presenza di tassi nominali negativi.

... e adottano ulteriori politiche non convenzionali

A fronte di tassi ufficiali già prossimi allo zero e prevedibilmente su questi livelli ancora per qualche tempo, le banche centrali delle principali economie avanzate hanno ampliato o rinnovato le misure non convenzionali di politica monetaria sulle attività a lungo termine di alta qualità (grafico 3, diagrammi



centrale e di destra). Il 5 luglio la Bank of England ha annunciato un incremento di £50 miliardi del programma Asset Purchase Facility, portandolo a complessivi £375 miliardi, e finanziando l'operazione con un'espansione delle proprie riserve. Analogamente, il 20 giugno la Federal Reserve ha annunciato un secondo programma volto ad allungare la scadenza del proprio portafoglio di titoli del Tesoro USA. Il programma prevede \$267 miliardi di acquisti di titoli con scadenze residue tra sei e 30 anni, finanziati mediante la vendita o il rimborso di un ammontare equivalente di Treasuries con scadenza pari o inferiore a tre anni. La Bank of Japan ha proseguito i suoi regolari acquisti di attività nell'ambito dell'Asset Purchase Program.

Gli acquisti di attività da parte delle banche centrali sono stati spesso al centro del dibattito finanziario nel periodo in esame. Tuttavia, di fatto i relativi annunci hanno avuto un impatto sorprendentemente modesto sulle quotazioni (cfr. il riquadro). Per contro, i rendimenti dei titoli di Stato hanno reagito vigorosamente alle notizie sulla futura evoluzione dei tassi di interesse a breve termine. Ad esempio, i rendimenti delle obbligazioni del Tesoro USA a due anni sono scesi di 10 punti base il 22 agosto, in seguito alla pubblicazione dei verbali dell'ultima riunione del Federal Open Market Committee, che gli osservatori hanno interpretato come un'indicazione che il tasso sui federal fund potesse rimanere basso persino più a lungo di quanto atteso in precedenza. I rendimenti hanno segnato un netto ribasso anche il 31 agosto, quando il Presidente Bernanke ha espresso preoccupazione per la situazione del mercato del lavoro USA e ha fatto allusione ai costi e ai benefici di ulteriori misure non convenzionali nel suo discorso alla conferenza di Jackson Hole (grafico A nel riquadro). Ciò dimostra che gli operatori di mercato erano ancora molto sensibili alle notizie sull'orientamento futuro della politica monetaria.

Oltre a estendere o rinnovare i programmi esistenti, alcune banche centrali hanno adottato misure mirate più specificamente a ripristinare il flusso di credito all'economia. Nel suo discorso alla Mansion House di Londra il 14 giugno, il Governatore della Bank of England ha annunciato un nuovo programma, il Funding for Lending Scheme (FLS), i cui dettagli tecnici sono stati svelati il 13 luglio. L'FLS intende fornire alle banche finanziamenti condizionati al mantenimento o all'incremento dei prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie del Regno Unito da parte delle banche stesse. Nella giornata di contrattazione seguente i rendimenti delle obbligazioni societarie sono calati di 6 punti base e quelli sui gilt di 5-10 punti base. Quest'ultimo calo rifletteva probabilmente l'aspettativa degli operatori che la crescita sarebbe rimasta debole e la politica monetaria espansiva più a lungo di quanto inizialmente previsto. Nello stesso periodo la Bank of Japan ha reso pubblici i piani per erogare prestiti in dollari statunitensi nell'ambito di un programma simile lanciato nel 2010. Fin dalla sua creazione, tale programma ha fornito agli istituti di credito finanziamenti a lungo termine scontati sulla base della loro effettiva attività di prestito.

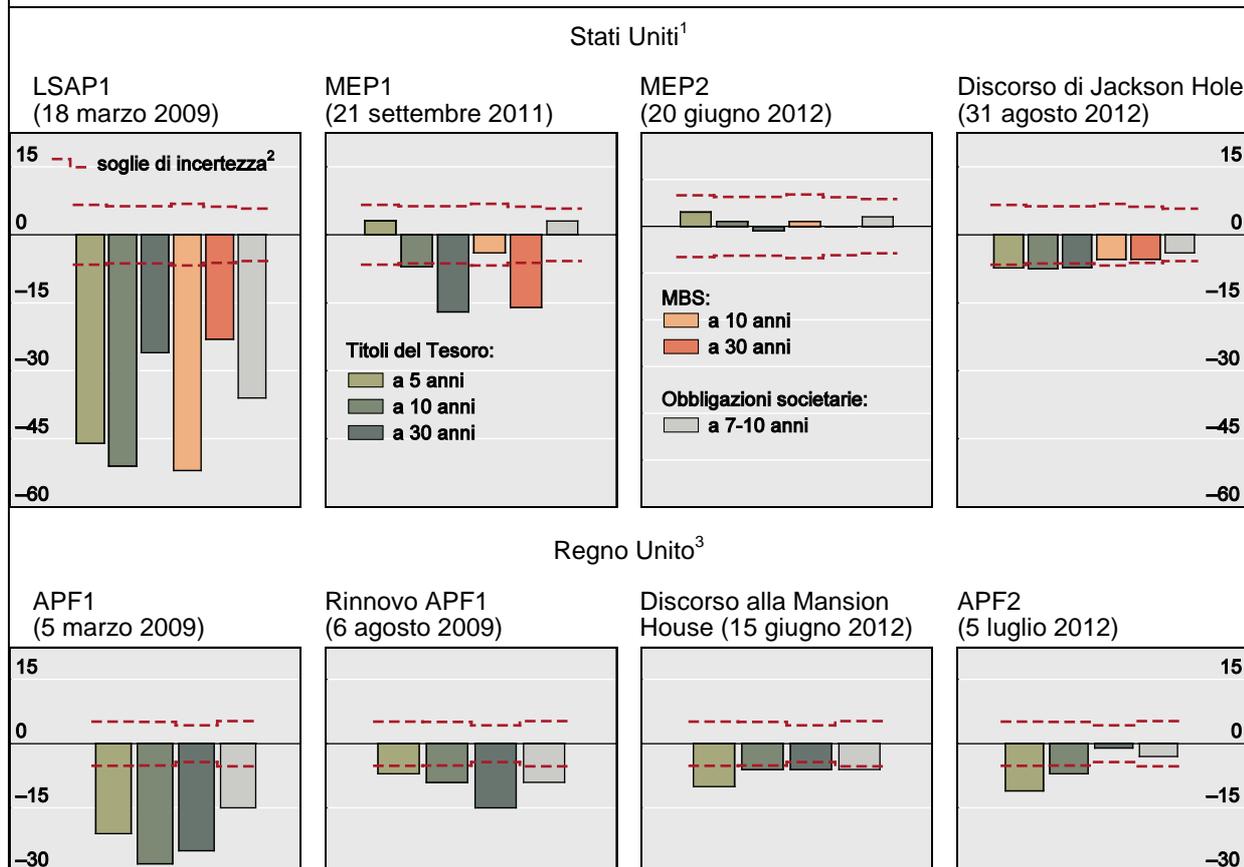
Le politiche monetarie non convenzionali: impatto di mercato e fattori di contrasto

Torsten Ehlers e Vladyslav Sushko

Gli acquisti di attività da parte delle banche centrali possono incidere sulla crescita del credito e sull'attività economica reale attraverso numerosi canali¹. Il processo di trasmissione inizia con le reazioni del mercato alle dichiarazioni ufficiali o alle anticipazioni al riguardo. Il semplice annuncio degli acquisti può indicare un impegno a fornire stimolo monetario, abbassando dunque il profilo atteso del futuro andamento dei tassi a breve (canale di segnalazione o "signalling channel"). Inoltre, le banche centrali possono ridurre la duration sui mercati attraverso l'acquisto di obbligazioni a più lunga scadenza, facendo scendere così i rendimenti a lungo termine e inducendo gli operatori a effettuare una ricomposizione dei portafogli a favore di attività a maggior rischio (canale di

Variazioni dei rendimenti associate alle misure di politica monetaria e alle dichiarazioni delle banche centrali

Variazione giornaliera rispetto al rendimento di chiusura della giornata precedente, in punti base



¹ Le date di annuncio per la Federal Reserve sono le seguenti: innalzamento a \$1,25 trilioni degli acquisti totali di debito del Tesoro e di MBS (18 marzo 2009); Maturity Extension Program e reinvestimento in MBS dei rimborsi in linea capitale relativi agli MBS e al debito di agenzie di emanazione governativa (21 settembre 2011); nuova estensione delle scadenze attraverso l'acquisto (vendita) di titoli del Tesoro USA a lungo (breve) termine per \$267 miliardi (20 giugno 2012); discorso tenuto a Jackson Hole dal Presidente Bernanke, in cui si esprimeva preoccupazione per il mercato del lavoro statunitense e si alludeva ai costi e ai benefici di un allentamento monetario (31 agosto 2012). ² Soglie di incertezza basate su un intervallo di confidenza del 97,5% calcolato utilizzando la deviazione standard storica delle variazioni nei rendimenti di ciascuna classe di attività. ³ Le date di annuncio per la Bank of England sono le seguenti: introduzione dell'Asset Purchase Facility per un valore di £75 miliardi e riduzione del Bank rate dall'1 allo 0,5% (5 marzo 2009); ampliamento a £175 miliardi dell'Asset Purchase Facility (6 agosto 2009); discorso tenuto alla Mansion House con cui si annunciava l'introduzione del Funding for Lending Scheme (15 giugno 2012); acquisti di attività per ulteriori £50 miliardi (5 luglio 2012).

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico A

ribilanciamento dei portafogli o “portfolio rebalancing channel”). Tali ricomposizioni richiedono tempo, ma su un orizzonte prospettico il semplice impegno delle banche centrali ad acquistare titoli è in grado di innescare l’aggiustamento dei portafogli. Inoltre, laddove vengano previsti, i programmi di acquisto di attività saranno considerati nella formazione dei prezzi di mercato persino prima che ne vengano comunicati i dettagli. Di conseguenza, gli annunci di politica monetaria influenzeranno i rendimenti solo nel caso in cui apportino un nuovo elemento di “sorpresa” sui mercati.

Le misure non convenzionali incentrate sull’acquisto di attività sono state adottate inizialmente durante la fase di gestione della crisi, quando erano in bilico la liquidità e la solvibilità delle istituzioni finanziarie più importanti²⁰. Tuttavia, allorché l’attenzione si è spostata sulla ripresa economica, almeno al di fuori dell’area dell’euro, ci si è interrogati sulle reazioni sempre minori del mercato a ogni nuova tornata di acquisti.

Comparando le variazioni dei rendimenti di alcune importanti attività al momento dell’annuncio di acquisti effettuati in passato con quelle registrate in occasioni più recenti, si evince che gli effetti prodotti dagli annunci si sono attenuati. I rendimenti su titoli del Tesoro USA, mortgage-backed securities (MBS) e obbligazioni societarie si sono mossi appena il 20 giugno 2012, quando la Federal Reserve ha annunciato l’allungamento delle scadenze del proprio portafoglio di titoli del Tesoro USA (grafico A). Nel settembre 2011, invece, l’annuncio del primo Maturity Extension Program (MEP1), insieme a nuovi acquisti di MBS, aveva coinciso con un immediato calo dei rendimenti a lungo termine di Treasuries e MBS. Anche l’annuncio della prima tornata di acquisti del Large-Scale Asset Purchases (LSAP1) nel 2009 si era accompagnata a cali ben più marcati, compresi tra 26 e 51 punti base, dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA su tutte le scadenze. Analogamente, la reazione dei rendimenti dei gilt di fronte all’espansione dell’Asset Purchase Facility (APF2) della Bank of England, pur essendo ancora significativa per le scadenze a 5 e 10 anni, è risultata modesta rispetto a quella segnata al lancio del programma nel marzo 2009.

Tali dinamiche possono essere ricondotte a numerosi fattori. Anzitutto è possibile che siano venuti meno la novità e l’elemento di sorpresa degli acquisti di attività. In tal caso, le fluttuazioni dei prezzi delle attività registrate nei giorni degli annunci potrebbero non rendere conto dell’impatto complessivo sui mercati, giacché gli investitori avrebbero appreso a prevederle. Di conseguenza, oggi gli effetti di annuncio maggiori proverebbero verosimilmente da comunicazioni meno attese o da politiche innovative, come quando la Bank of England ha annunciato il Funding for Lending Scheme.

In secondo luogo, con tassi vicini allo zero appare poco probabile che le misure di acquisto di attività facciano ulteriormente scendere le attese sui tassi di interesse segnalando l’orientamento futuro della politica monetaria. Ciò vale in particolar modo nei paesi in cui le banche centrali hanno accompagnato le politiche di acquisto con segnali espliciti dell’intenzione di mantenere bassi i tassi di interesse a breve privi di rischio. Ad esempio, le indicazioni prospettiche fornite dalla Federal Reserve sul mantenimento dei tassi di interesse su bassi livelli per un periodo esteso hanno saldamente ancorato le aspettative sui tassi a breve futuri.

Inoltre, la scadenza dei titoli del debito pubblico in circolazione ha continuato ad aumentare nonostante gli acquisti delle banche centrali. Ad esempio, malgrado gli interventi della Federal Reserve, le disponibilità “pubbliche” (ovvero non interessate dai programmi della banca centrale) cumulate di debito del Tesoro USA con vita residua di almeno un anno sono aumentate di circa \$3 trilioni dall’inizio del 2009 e la loro scadenza media è salita da circa 50 a 60 mesi. Pertanto, al fine di ottenere gli stessi effetti in termini di duration, le banche centrali potrebbero dover allungare la scadenza delle proprie disponibilità di titoli del Tesoro a un ritmo ancora più elevato. È possibile che il minore impatto sulla duration per ogni dollaro di acquisti si traduca in prospettiva in un minore impatto di mercato al momento degli annunci.

Infine, la presenza di premi a termine negativi implica che il margine di aggiustamento dei rendimenti a lungo termine è ulteriormente diminuito (grafico 4). Ciò potrebbe ostacolare il canale di ribilanciamento dei portafogli, poiché quando le banche centrali riducono la duration sul mercato dei titoli del Tesoro, il calo dei rendimenti delle altre attività avviene soprattutto attraverso un restringimento dei premi al rischio, e per le attività a lunga scadenza la componente principale di

tale premi è proprio il premio a termine. Inoltre, allorché nel 2009 erano in forse la solvibilità e la liquidità delle principali istituzioni finanziarie, vi sarebbero stati effetti anche sui premi per il rischio di credito e di liquidità. Oggi, tuttavia, la possibilità di incidere su queste componenti del premio al rischio, e quindi di abbassare i rendimenti delle varie categorie di attività, si è ridotta.

Ⓞ Per quanto riguarda gli effetti annuncio, cfr. per esempio J. Meaning ed F. Zhu (2011), "L'impatto dei programmi di acquisto di titoli intrapresi dalla Federal Reserve", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2012 (versione integrale disponibile soltanto in inglese) e M. Bauer e G. Rudebusch, "The signalling channel for Federal Reserve's bond purchases", *FRBSF Working Paper Series*, n. 2011-21, dicembre 2011. Per quanto riguarda il canale di ribilanciamento del portafoglio, cfr. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache e B. Sack, "The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases", *International Journal of Central Banking*, vol. 7(1), marzo 2011, pagg. 3-43. A prescindere dal canale di trasmissione, vi sono solidi riscontri dell'efficacia degli acquisti di attività sin dal 2009; cfr. per esempio S. D'Amico e T. King, "Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply", *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, working paper n. 2012-44, febbraio 2012. Ⓞ Inoltre, le operazioni di politica monetaria adottate per far fronte alla crisi finanziaria globale hanno fornito un sostegno temporaneo all'attività economica e ai prezzi al consumo, cfr. L. Gambacorta, B. Hofmann e G. Peersman, "The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis", *BIS Working Papers*, n. 384, agosto 2012.

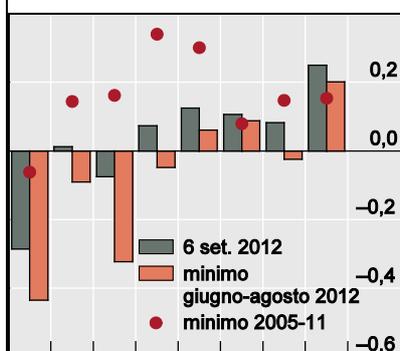
Rendimenti estremamente bassi

La combinazione tra crescita debole, interventi delle banche centrali e ricomposizioni dei portafogli innescate dai timori per il rischio sovrano nell'area dell'euro ha fatto precipitare i rendimenti ai minimi storici. Quelli dei titoli a breve di alcuni emittenti sovrani con rating elevato, in particolare Svizzera e Germania, si erano già attestati su livelli vicini allo zero (o negativi) nel corso di precedenti episodi di turbolenza nell'area dell'euro. Queste dinamiche, tuttavia, si sono accentuate dopo che il 5 luglio la BCE ha abbassato gli interessi sulle operazioni di deposito, portandoli a zero.

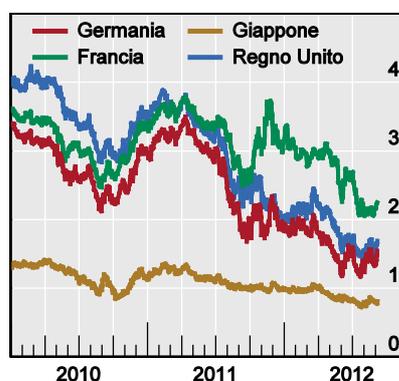
Rendimenti dei titoli di Stato

In percentuale

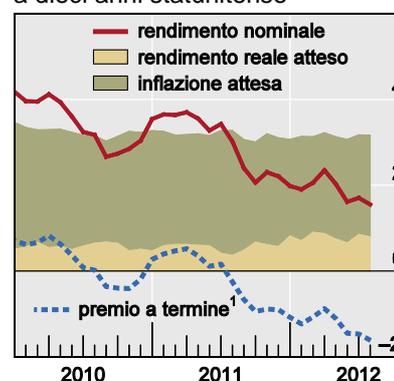
Rendimenti a due anni



Rendimenti a dieci anni



Scomposizione del rendimento a dieci anni statunitense



CH = Svizzera; DE = Germania; DK = Danimarca; FI = Finlandia; NL = Paesi Bassi; GB = Regno Unito; JP = Giappone; US = Stati Uniti.

¹ La scomposizione si basa su un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto. Cfr. P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin, "A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics", *Journal of Econometrics*, 2006, vol. 1.31, pagg. 405-444; e P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the term structure of interest rates", *BIS Working Papers*, n. 228, 2007.

Fonti: Bloomberg; Global Financial Data; elaborazioni BRI.

Grafico 4

Nei giorni successivi all'annuncio, i rendimenti dei titoli di Stato a breve europei con rating maggiore sono crollati a livelli senza precedenti (grafico 4, diagramma di sinistra). Quelli di Paesi Bassi, Finlandia e Austria, ad esempio, hanno registrato una netta flessione, diventando temporaneamente negativi. I loro differenziali rispetto ai Bund tedeschi si sono considerevolmente ridotti. I casi più estremi sono stati quelli dei titoli di Stato a due anni di Danimarca e Svizzera, i cui rendimenti sono scesi rispettivamente sotto -40 e -30 punti base. Entrambi i paesi collegano (di fatto) le proprie valute all'euro. Nel tentativo di ridurre la pressione sulla corona, la banca centrale della Danimarca si è avventurata in acque inesplorate abbassando il tasso sulle operazioni di deposito a -20 punti base. Sui mercati primari, la Germania ha venduto oltre €4 miliardi di titoli del Tesoro a due anni con un rendimento medio di -6 punti base a metà luglio. Anche in alcune aste di Francia, Belgio e Paesi Bassi i titoli di Stato a breve sono stati collocati con rendimenti negativi.

I rendimenti ai minimi storici...

I rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza di vari paesi sono parimenti scesi ai minimi storici (grafico 4, diagramma centrale). In luglio quelli dei titoli del Tesoro a dieci anni degli Stati Uniti hanno toccato il punto più basso da oltre 200 anni. Il grafico 4, (diagramma di destra) riporta una stima della scomposizione di tali rendimenti nel compenso per l'inflazione futura, i tassi di interesse reali (al netto dell'inflazione attesa) a breve disponibili durante la vita delle obbligazioni e il premio a termine. Di norma quest'ultimo è positivo, poiché compensa gli investitori per il rischio di tasso di interesse legato alla detenzione di attività con elevata durata finanziaria. Tuttavia, il premio a termine stimato è sceso a circa -150 punti base di recente, per l'effetto congiunto degli acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali e della domanda di Treasuries a lunga scadenza, considerati un approdo sicuro.

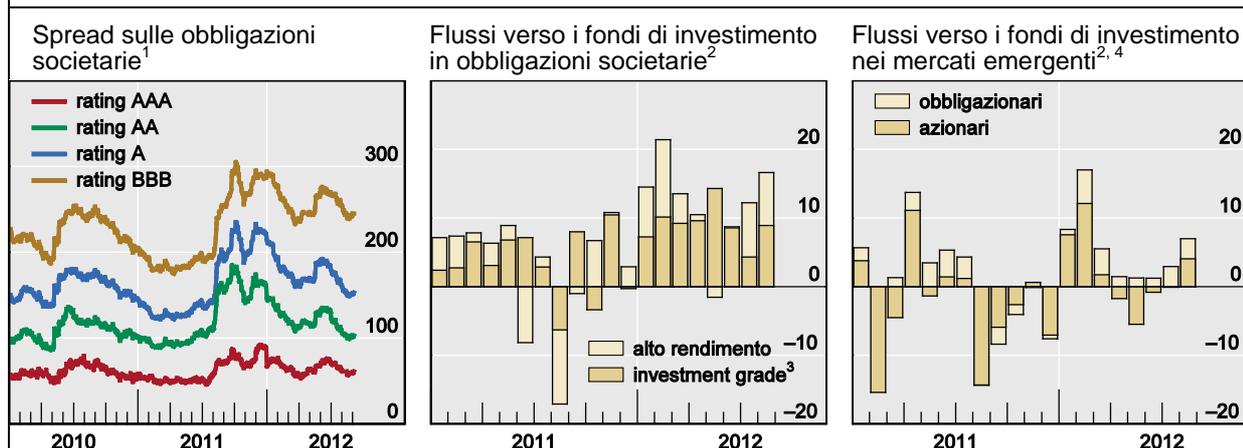
Investitori alla ricerca di impieghi remunerativi

Con i rendimenti sovrani ai minimi storici, gli investitori si sono rivolti in misura crescente ad attività diverse dai titoli di Stato benchmark, alla ricerca di investimenti ragionevolmente sicuri in grado di offrire una remunerazione maggiore. Tale ricomposizione dei portafogli è uno degli obiettivi principali delle politiche monetarie non convenzionali (cfr. il riquadro), che intendono stimolare l'assunzione di rischio da parte degli investitori riducendo l'attrattiva dei titoli di Stato rispetto alle attività rischiose.

... spingono al rialzo i prezzi delle attività

Le obbligazioni societarie sono state interessate da una riduzione degli spread allorché gli investitori hanno accresciuto la loro esposizione al rischio di credito delle imprese, e hanno beneficiato di cospicui afflussi di capitali (grafico 5, diagrammi di sinistra e centrale). Dalla metà di giugno sino alla fine di agosto gli spread societari sono scesi di 17 punti base per i titoli con rating AAA e di oltre 30 punti base per gli altri titoli di qualità investment grade (grafico 5, diagramma di sinistra). In linea con la ricerca di rendimento e la maggiore propensione al rischio indotte dai bassi tassi di interesse, le emissioni di obbligazioni ad alto rendimento sui mercati primari hanno registrato una vigorosa ripresa. Gli emittenti societari con merito di credito più basso hanno approfittato delle condizioni di mercato favorevoli per collocare

Obbligazioni societarie e flussi di portafoglio



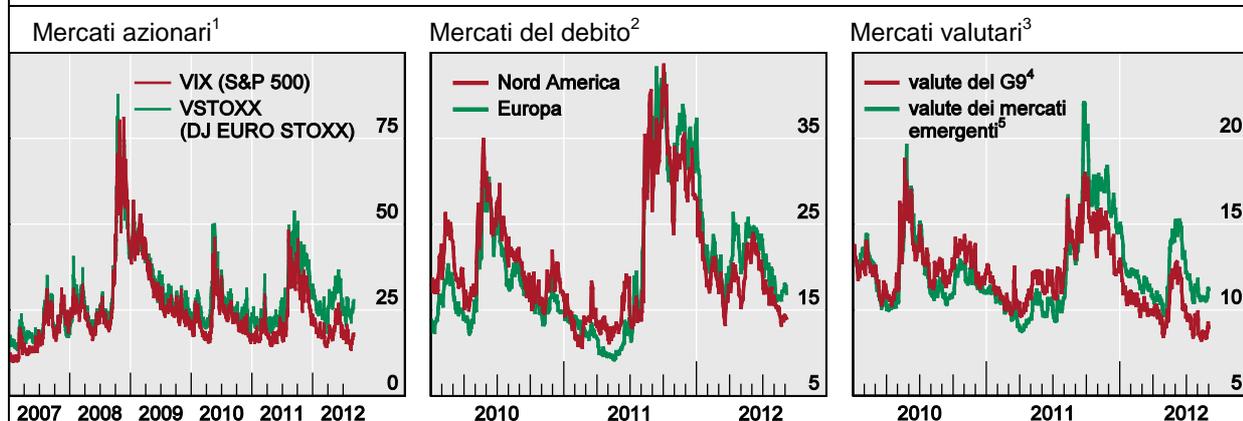
¹ Spread rispetto al Libor sulle operazioni di asset swap relative a obbligazioni societarie, in punti base. ² In miliardi di dollari USA; per il 2012, fino al 29 agosto. ³ Somma dei fondi aziendali e obbligazionari a breve, a medio e a lungo termine e dei fondi total return. ⁴ Flussi netti di portafoglio (corretti per le variazioni dei tassi di cambio) verso fondi specializzati nei singoli paesi emergenti e fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paese o almeno per regione. Somma di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR; India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia; Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela; e Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; EPFR.

Grafico 5

presso gli investitori ingenti quantitativi di obbligazioni di questa categoria. Inoltre, anche i fondi obbligazionari high-yield hanno registrato ingenti flussi di capitali (grafico 5, diagramma centrale). Analogamente, i fondi obbligazionari dei mercati emergenti hanno attirato gli investitori disposti ad assumersi rischio di credito pur di ottenere una remunerazione supplementare (grafico 5, diagramma di destra). Ciò ha trovato riflesso anche nel restringimento degli spread sui titoli di debito dei paesi emergenti.

Volatilità implicite nei mercati internazionali



¹ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni call of at-the-money su indici del mercato azionario, in percentuale. ² Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni da uno a quattro mesi at-the-money su indici di CDS (CDX High Yield e iTraxx Crossover), in punti base. ³ Medie equiponderate delle volatilità implicite nelle opzioni a un mese at-the-money sul tasso di cambio rispetto al dollaro USA, in percentuale. ⁴ Corona norvegese, corona svedese, dollaro australiano, dollaro canadese, dollaro neozelandese, euro, franco svizzero, sterlina e yen giapponese. ⁵ Lira turca, peso messicano, rand sudafricano, real brasiliano, rupia indiana, rublo russo, won coreano e zloty polacco.

Fonti: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase.

Grafico 6

La volatilità delle attività rischiose è rimasta su livelli eccezionalmente contenuti se si tiene conto dei timori per la crisi debitoria dell'area dell'euro e delle modeste prospettive di crescita (grafico 6). Rispetto agli andamenti recenti, essa risultava bassa nei mercati del debito, in quelli valutari e nei mercati azionari. Il 13 agosto l'indice della volatilità implicita (VIX) calcolato in base ai prezzi delle opzioni del mercato azionario USA è sceso ai minimi dal giugno 2007. Dal momento che i rendimenti reali dei titoli di Stato risultano negativi in numerosi paesi, ciò indica che le valutazioni azionarie sono divenute più interessanti rispetto alle obbligazioni, inducendo forse alcuni investitori ad accrescere la quota di azioni all'interno dei loro portafogli. Di conseguenza, le attività considerate tradizionalmente rischiose potrebbero avere risentito in misura minore del deterioramento delle prospettive di crescita e delle tensioni nell'area dell'euro rispetto al passato.

La volatilità è molto bassa malgrado le incertezze