

Le misure di policy e il calo dei rischi a breve trainano i mercati¹

Nei tre mesi fino agli inizi di dicembre gli analisti hanno corretto al ribasso le proiezioni di crescita dell'economia mondiale, ma nonostante ciò i prezzi di gran parte delle attività cicliche sono aumentati. Tali attività hanno beneficiato dell'ulteriore allentamento delle politiche monetarie e della percezione che alcuni dei maggiori rischi al ribasso per l'economia mondiale nel breve periodo fossero diminuiti. In particolare, le quotazioni hanno reagito positivamente ai nuovi provvedimenti destinati a fronteggiare la crisi dell'area dell'euro e alle notizie che facevano apparire meno probabile una flessione decisa e prolungata della crescita economica in Cina. Tuttavia, alcuni rischi al ribasso permanevano. Le incertezze relative alla politica di bilancio negli Stati Uniti, che nel breve periodo pareva avviata verso un sostanziale inasprimento, hanno incoraggiato il tesoreggiamento di liquidità e influito sui prezzi delle attività più sensibili a eventuali tagli del bilancio.

Quotazioni in rialzo malgrado le peggiorate prospettive economiche

Fra l'inizio di settembre e i primi di dicembre i prezzi di gran parte delle attività rischiose sono saliti. Nei paesi avanzati i rendimenti delle obbligazioni societarie sia di qualità elevata (investment grade) sia ad alto rendimento, che sono inversamente correlati ai prezzi, sono scesi ai minimi di prima della crisi finanziaria del 2008. Lo stesso è accaduto ai rendimenti delle obbligazioni dei mercati emergenti, indipendentemente dal fatto che fossero emesse da soggetti sovrani o societari e a prescindere dalla valuta di denominazione. I rendimenti dei titoli assistiti da garanzie ipotecarie o di altro tipo sono calati ai minimi storici. Nel contempo, le quotazioni azionarie sono perlopiù aumentate nella prima parte del periodo, benché in seguito siano di nuovo lievemente arretrate.

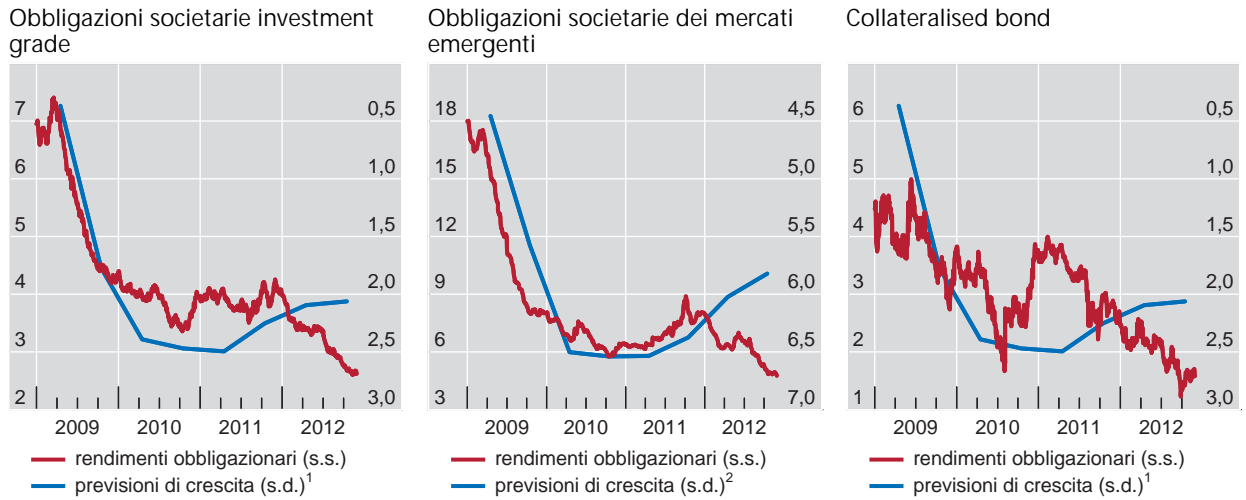
Fatto insolito, i guadagni nei mercati azionari e del reddito fisso hanno coinciso con l'indebolimento delle prospettive per l'economia mondiale. Gli analisti, infatti,

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande al riguardo possono essere rivolte a Masazumi Hattori (masazumi.hattori@bis.org) e Nicholas Vause (nick.vause@bis.org). Le domande relative ai dati e ai grafici vanno indirizzate a Magdalena Erdem (magdalena.erdem@bis.org) e Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).

Rendimenti obbligazionari e previsioni di crescita economica

In percentuale

Grafico 1



I rendimenti obbligazionari sono i rendimenti degli indici obbligazionari internazionali elaborati da Bank of America Merrill Lynch. L'indice dei collateralised bond comprende i titoli garantiti da mutui ipotecari su immobili residenziali e non residenziali, carte di credito e altre attività. Le previsioni di crescita sono calcolate come proxy annualizzate delle previsioni a tre anni costruite a partire dalle proiezioni per l'anno corrente e per i tre anni di calendario successivi.

¹ Per le economie avanzate. ² Per i mercati emergenti.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.

hanno rivisto al ribasso le proiezioni di crescita a livello globale per il 2012 e il 2013. Senza che vi siano state correzioni significative di segno opposto, gli esperti hanno notevolmente ridotto le previsioni di crescita per Grecia, Italia e Spagna in Europa, e per Brasile, Cina e India fra i paesi emergenti. In passato, una correzione negativa di questo tipo si era di norma accompagnata a un aumento dei tassi attesi di insolvenza e dei rendimenti obbligazionari. Questa volta, tuttavia, i rendimenti sono

Prezzi azionari e utili¹

Per azione, in percentuale dei prezzi di dicembre 2010

Grafico 2



¹ Prezzi delle azioni comprese negli indici elaborati da Morgan Stanley Capital International per i mercati indicati e media delle previsioni sui corrispondenti utili per i 12 mesi successivi.

Fonte: Datastream.

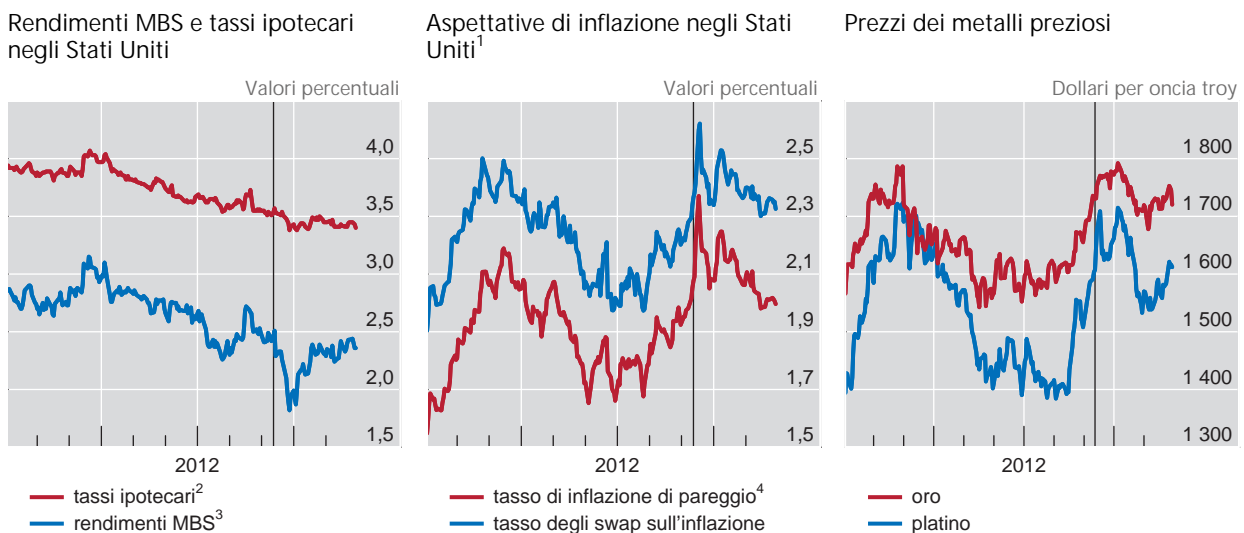
scesi (grafico 1). Del pari, le quotazioni azionarie hanno in genere chiuso il periodo in rassegna su livelli lievemente superiori a quelli di inizio settembre, malgrado il peggioramento delle aspettative sugli utili societari (grafico 2). Queste ultime sono calate in misura particolarmente pronunciata per le imprese USA incluse nell'indice S&P 500, dopo la flessione degli utili pubblicati – la prima in undici trimestri – e la segnalazione da parte di una quota insolitamente elevata di società che i profitti futuri avrebbero potuto essere inferiori alle previsioni degli analisti.

Le politiche monetarie più espansive sostengono i prezzi degli attivi

Gli operatori di mercato hanno attribuito una parte rilevante del rialzo dei prezzi degli attivi all'ulteriore allentamento delle politiche monetarie deciso dalle banche centrali, in particolare dalla Federal Reserve. Il 13 settembre quest'ultima ha annunciato che avrebbe immediatamente iniziato ad ampliare il proprio bilancio attraverso l'acquisto mensile di mortgage-backed securities (MBS) per un valore di \$40 miliardi. A differenza delle precedenti tornate di acquisti di attività, l'autorità monetaria USA non ha fissato limiti di importo per il programma, dichiarando che sarebbe proseguito fino a quando le prospettive del mercato del lavoro non sarebbero sostanzialmente migliorate. Nel contempo, la Federal Reserve ha esteso di parecchi mesi le indicazioni prospettiche fornite, annunciando l'intenzione di

Reazione del mercato alla notizia della terza tornata di acquisti di attività da parte della Federal Reserve

Grafico 3



Le linee verticali indicano il 12 settembre 2012, data degli ultimi prezzi di chiusura prima della notizia degli acquisti di attività della Federal Reserve.

¹ Su un orizzonte di cinque anni. ² Media dei tassi sui nuovi mutui ipotecari trentennali a tasso fisso, secondo Bankrate.com. ³ Rendimento dell'indice elaborato da Barclays Capital per i mortgage-backed securities (MBS) trentennali emessi dalla Federal National Mortgage Association. ⁴ Differenza fra i rendimenti dei titoli del Tesoro USA convenzionali e quelli dei titoli del Tesoro USA indicizzati all'inflazione.

Fonti: Bloomberg; Datastream.

Investimenti obbligazionari e politiche delle principali banche centrali

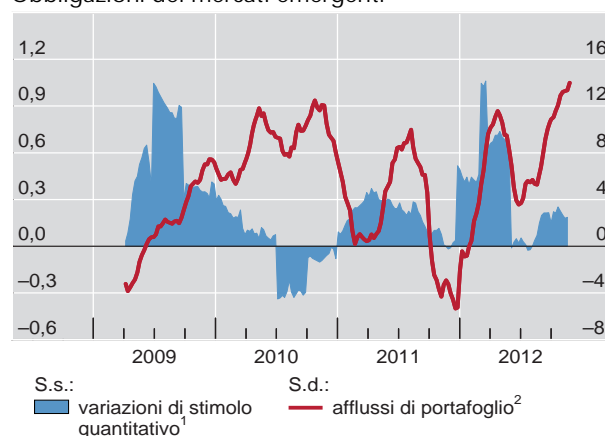
In trilioni di dollari USA

Grafico 4

Obbligazioni societarie dei mercati sviluppati



Obbligazioni dei mercati emergenti



¹ Variazione su tre mesi delle disponibilità totali di attività acquistate mediante creazione di riserve da parte di Bank of England, Bank of Japan e Federal Reserve, e mediante le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in essere da parte della BCE. ² Flussi netti nell'arco di tre mesi di investimenti in fondi obbligazionari.

Fonti: Bank of Japan; BCE; Datastream; EPFR; elaborazioni BRI.

lasciare i tassi ufficiali su livelli eccezionalmente bassi almeno sino a metà 2015, anche in caso di un rafforzamento della ripresa economica negli Stati Uniti. La Bank of Japan ha parimenti ampliato il proprio programma di acquisto di attività, sia in settembre sia in ottobre, innalzando di 21 trilioni di yen l'importo degli acquisti di titoli di Stato giapponesi e di altre attività previsti entro la fine del 2013. Nello stesso periodo i tassi ufficiali sono stati abbassati in Australia, Brasile, Colombia, Corea, Filippine, Israele, Repubblica Ceca, Svezia, Thailandia e Ungheria.

L'intervento della Federal Reserve ha avuto effetti significativi, per quanto di breve durata, sui mercati finanziari statunitensi. In via diretta, ha compresso i rendimenti sugli MBS, inducendo un calo dei tassi ipotecari (grafico 3, diagramma di sinistra). All'ampliarsi del divario tra questi due parametri le quotazioni dei titoli bancari USA sono salite rispetto al mercato complessivo. Inoltre, l'inedito impegno della Federal Reserve a un'espansione potenzialmente illimitata del proprio bilancio ha sospinto verso l'alto sia gli indicatori delle attese di inflazione basati su dati di mercato, sia i prezzi dei metalli preziosi utilizzati a copertura del rischio di inflazione (grafico 3, diagrammi centrale e di destra). L'aumento delle attese di inflazione ha portato a un lieve deprezzamento del dollaro, ma nel giro di poche settimane sia l'inflazione attesa sia il valore della valuta statunitense sono tornati sui livelli precedenti all'annuncio del 13 settembre, probabilmente poiché gli ultimi dati economici indicavano un allentamento monetario più contenuto del previsto.

Più in generale, l'ulteriore allentamento quantitativo da parte delle principali banche centrali sembra aver indotto gli investitori ad assumere rischi maggiori. In particolare, i fondi di investimento in obbligazioni societarie dei paesi avanzati e quelli in titoli sia sovrani sia societari dei mercati emergenti hanno registrato un afflusso netto di nuove sottoscrizioni (grafico 4).

L'incremento della domanda ha consentito agli emittenti di collocare maggiori quantitativi di titoli di debito rispetto ai mesi scorsi, comprese alcune tipologie di obbligazioni relativamente rischiose. Ad esempio, le emissioni delle imprese non

finanziarie sono lievitate, attestandosi in settembre, ottobre e novembre vicino ai massimi da inizio anno, con incrementi più che proporzionali delle emissioni di qualità inferiore all'investment grade. Inoltre, negli stessi tre mesi le emissioni obbligazionarie dei paesi emergenti hanno superato quelle dell'anno passato, e i collocamenti di titoli societari sono aumentati in misura maggiore rispetto a quelli di debito sovrano. Contemporaneamente, le emissioni europee di titoli obbligazionari subordinati sono risultate decisamente più vigorose in confronto ai precedenti mesi del 2012, non solo per quanto riguarda i mutuatari del settore finanziario – che hanno anticipato parte delle emissioni previste per il 2013 a causa delle imminenti modifiche regolamentari – ma anche per le imprese non finanziarie.

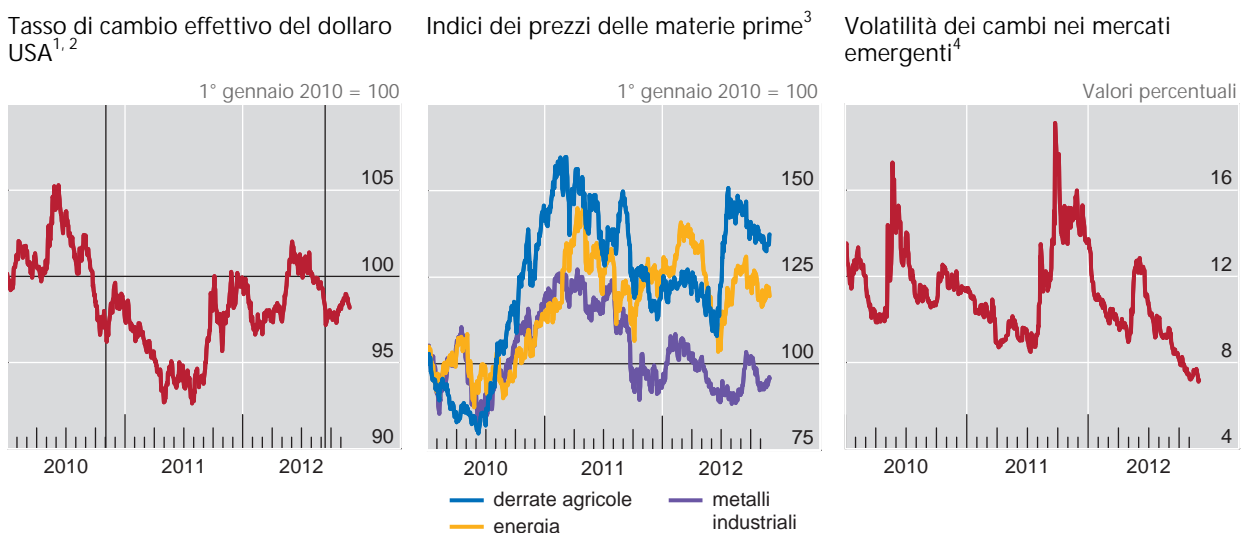
L'allentamento monetario nelle economie avanzate non rafforza le valute delle economie emergenti

L'allentamento delle politiche monetarie nelle economie avanzate ha alimentato le aspettative di un afflusso di capitali verso le economie emergenti e di un conseguente apprezzamento delle loro valute. Nei precedenti episodi di questo tipo, nel novembre 2010 e nel giugno 2011, il dollaro USA si era deprezzato di oltre il 5%. Questa volta, invece, nei tre mesi a partire da inizio settembre la moneta statunitense si è rafforzata sia nei confronti di varie valute delle economie emergenti, sia in termini ponderati per l'interscambio (grafico 5, diagramma di sinistra).

La diversa reazione dei cambi e dei flussi di capitali all'allentamento monetario nelle economie avanzate è parzialmente riconducibile al deterioramento delle

Tassi di cambio e prezzi delle materie prime

Grafico 5



¹ Media geometrica di 60 tassi di cambio nominali bilaterali, ponderata in base all'interscambio nel 2008-10. ² Le linee verticali indicano l'avvio della seconda (3 novembre 2010) e della terza (13 settembre 2012) tornata di acquisti di attività da parte della Federal Reserve. ³ Indici S&P Goldman Sachs. ⁴ Indice delle volatilità implicite nelle opzioni at-the-money a tre mesi, ponderate in base al turnover di mercato.

Fonti: Bloomberg; Datastream; JP Morgan Chase.

prospettive di crescita dei mercati emergenti, che ha esercitato altresì pressioni al ribasso sui prezzi delle materie prime (grafico 5, diagramma centrale).

Nel corso del periodo in rassegna numerose economie emergenti sono ricorse a misure di policy per evitare un apprezzamento delle rispettive valute. La banca centrale del Brasile è intervenuta sul mercato valutario, e stando agli operatori in cambi anche altre banche centrali di America latina e Asia orientale si sarebbero mosse in tal senso. La banca centrale della Repubblica Ceca ha comunicato la possibilità di un intervento, da valutare in base alle oscillazioni della propria divisa. In Corea le autorità hanno avviato un'indagine per verificare il rispetto da parte delle banche delle restrizioni sulle posizioni in cambi che avrebbero beneficiato di un apprezzamento della moneta locale, e hanno contestualmente inasprito i limiti sulle posizioni delle banche in derivati valutari. Tutte queste misure si sono generalmente accompagnate a una maggiore stabilità dei cambi, come evidenzia la volatilità implicita nelle opzioni (grafico 5, diagramma di destra).

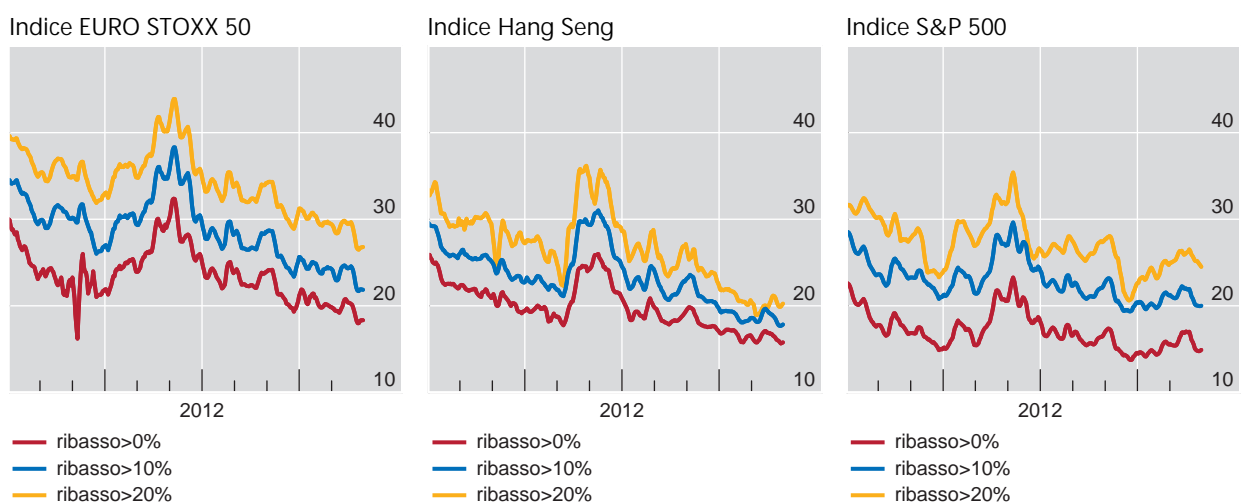
Anche il calo di alcuni importanti rischi al ribasso sostiene le quotazioni

Nel periodo in esame i prezzi delle attività sono stati favoriti anche dalla percezione che si fossero ridotti alcuni importanti rischi al ribasso per l'economia mondiale. In particolare, la prospettiva di un aggravamento della crisi dell'area dell'euro nel breve termine è sembrata attenuarsi in seguito ai nuovi annunci delle autorità. Inoltre, il rischio di un rallentamento marcato e prolungato della crescita cinese pare essere diminuito dopo la pubblicazione, in ottobre, di alcuni dati economici migliori del previsto. Tuttavia, il rischio di un brusco inasprimento della politica di bilancio

Costo dell'assicurazione contro ribassi degli indici azionari¹

Volatilità implicite, in percentuale

Grafico 6



¹ Premi per l'assicurazione contro l'eventualità di ribassi degli indici azionari nell'arco di tre mesi rispetto ai prezzi a termine a tre mesi. Quotati come volatilità implicite corrispondenti in base alla formula di pricing delle opzioni di Black-Scholes. All'aumentare delle volatilità implicite aumentano i premi.

Fonte: Bloomberg.

Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

In percentuale

Grafico 7



Le linee verticali indicano le date del 25 luglio e del 5 settembre, corrispondenti agli ultimi rendimenti di chiusura rispettivamente prima che il Presidente della BCE Draghi affermasse che la BCE era "pronta a fare tutto il necessario per salvare l'euro" e prima che la BCE annunciasse i dettagli delle nuove operazioni definitive monetarie.

Fonte: Bloomberg.

negli Stati Uniti da inizio 2013 non è venuto meno, e anzi secondo alcuni osservatori si sarebbe persino accentuato dopo che le elezioni federali hanno ancora una volta prodotto un equilibrio politico tale da rendere probabili situazioni di stallo.

Le oscillazioni dei prezzi delle opzioni che proteggono dall'eventualità di marcati ribassi delle quotazioni azionarie confermano l'evoluzione di queste percezioni (grafico 6). Il costo per assicurarsi contro ribassi di almeno il 20% dell'indice EURO STOXX 50, una proxy di grave crisi economica nell'area dell'euro, è diminuito nei tre mesi a partire da settembre, sebbene un'analoga flessione si sia registrata anche per il prezzo della protezione da ribassi di minore entità. I premi dell'assicurazione contro cali significativi dell'indice Hang Seng, che potrebbero verificarsi in caso di decelerazione marcata della crescita economica cinese, si sono parimenti ridotti, ma il prezzo della protezione da ribassi più contenuti è sceso in misura minore. Per contro, si è registrato un aumento del costo dell'assicurazione contro ribassi di almeno il 20% dell'indice S&P 500, che potrebbero verificarsi in caso di brusco inasprimento della politica fiscale statunitense. Questo aumento è risultato lievemente superiore a quello del costo della protezione da ribassi più contenuti.

Nell'area dell'euro i piani della BCE per l'acquisto di titoli di Stato hanno fornito notevole impulso ai mercati obbligazionari, e favorito i mercati finanziari più in generale. Tali piani, preannunciati dal Presidente della BCE Mario Draghi nel discorso tenuto il 26 luglio a Londra, sono stati precisati dal Consiglio direttivo il 6 settembre. Essi prevedono che la BCE acquisti titoli di Stato dell'area dell'euro con vita residua di 1-3 anni, e accetti di avere lo stesso rango degli altri creditori, a condizione che i governi beneficiari si impegnino preventivamente a seguire un programma di aggiustamento economico. A seguito di questo annuncio, i rendimenti delle obbligazioni degli Stati in difficoltà finanziaria dell'area dell'euro, che erano già calati in misura significativa dopo il discorso di Mario Draghi, sono ulteriormente diminuiti, in particolare sulle scadenze potenzialmente oggetto di acquisto da parte della BCE (grafico 7).

I rendimenti spagnoli, tuttavia, sono rapidamente tornati a salire, in concomitanza con la correzione al rialzo del disavanzo pubblico per il 2011 e di quello stimato per il 2012, la precisazione che i nuovi fondi europei non avrebbero potuto essere utilizzati per finanziare i programmi già concordati di sostegno alle banche, e infine le spinte indipendentiste del Presidente della Catalogna. Per converso, i rendimenti dei titoli di Stato italiani sono rimasti su livelli nettamente inferiori, e in ottobre il governo ha potuto effettuare un'emissione di importo senza precedenti in Europa.

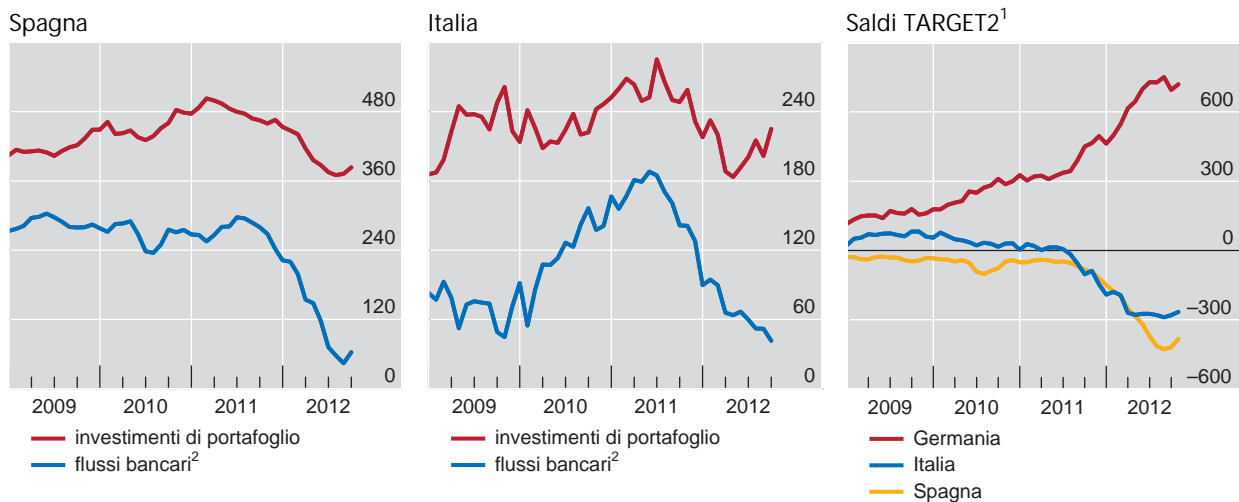
I corsi delle attività sono saliti in misura particolarmente significativa in Grecia, dove il governo ha finito per ottenere ulteriori fondi nell'ambito del programma FMI/UE. Tali versamenti erano inizialmente previsti per settembre, ma la Grecia aveva accumulato ritardi relativamente ad alcuni obiettivi economici del programma. Il governo ellenico ha successivamente negoziato una versione modificata del programma, che prevedeva pagamenti posticipati e di entità inferiore sul debito greco detenuto dai creditori ufficiali, il trasferimento ad Atene dei guadagni conseguiti dall'Eurosistema sui titoli di Stato greci in suo possesso e un piano di riacquisto del debito in mano al settore privato. Stando a quanto riferito dalla stampa, numerosi hedge fund hanno acquistato emissioni greche in previsione di un simile scenario. Ciò ha contribuito a spingere al ribasso i rendimenti nei tre mesi fino agli inizi di dicembre (grafico 7, diagramma di destra). L'indice azionario della borsa di Atene ha guadagnato quasi un terzo nello stesso periodo.

Anche i flussi di capitali sono parsi riflettere la convinzione che un'escalation della crisi dell'euro fosse meno probabile. Di fronte al calo del rischio di

Flussi di capitali transfrontalieri e saldi TARGET2 di alcuni paesi dell'area dell'euro¹

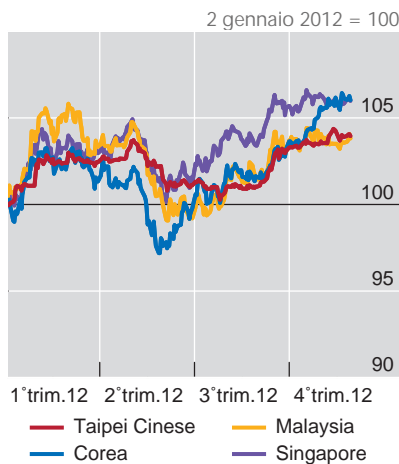
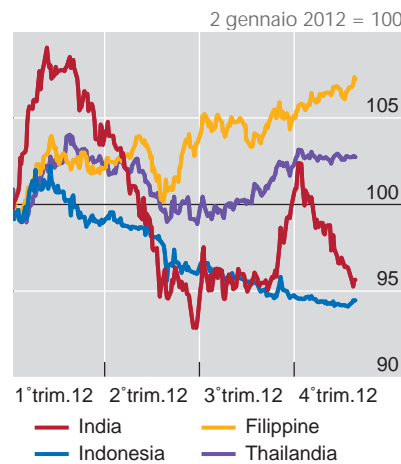
In miliardi di euro

Grafico 8

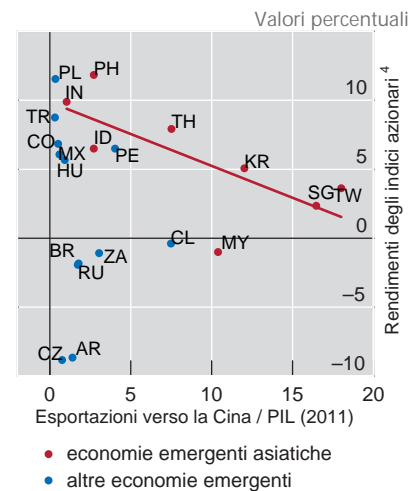


¹ Afflussi netti cumulati a partire dall'avvio dell'UEM e attività nette delle banche centrali nazionali nei confronti della BCE, le quali riflettono gli acquisti netti cumulati di beni e attività da parte dei residenti regolati mediante il sistema di regolamento lordo in tempo reale TARGET2. ² Insieme dei flussi di capitali nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti, eccettuati investimenti diretti, investimenti di portafoglio e derivati, e al netto di quelli relativi alla banca centrale. Trattasi in ampia misura di depositi, prestiti e operazioni pronti contro termine.

Fonti: Banca d'Italia; Banco de España; Deutsche Bundesbank; Datastream; elaborazioni BRI.

Tassi di cambio dei paesi ad alta dipendenza dalla Cina^{1,2}Tassi di cambio dei paesi a bassa dipendenza dalla Cina^{1,3}

Rendimenti degli indici azionari



AR = Argentina, BR = Brasile, CL = Cile, CO = Colombia, CZ = Repubblica Ceca, HU = Ungheria, ID = Indonesia, IN = India, KR = Corea, MX = Messico, MY = Malaysia, PE = Perù, PH = Filippine, PL = Polonia, RU = Russia, SG = Singapore, TH = Thailandia, TW = Taipei Cinese, TR = Turchia, ZA = Sudafrica.

¹ Dollari USA per unità di moneta locale; un aumento indica un apprezzamento nei confronti del dollaro USA. ² Paesi che presentano un rapporto superiore al 10% fra la quota di esportazioni verso la Cina e il PIL nel 2011. ³ Paesi che presentano un rapporto inferiore al 10% fra la quota di esportazioni verso la Cina e il PIL nel 2011. ⁴ In termini di dollari USA tra fine agosto e i primi di dicembre.

Fonti: FMI, *Direction of Trade Statistics*, *World Economic Outlook*, Bloomberg; Datastream.

ridenominazione valutaria percepito dagli investitori², in settembre sono tornati ad affluire su base netta investimenti di portafoglio verso la Spagna e l'Italia. Al tempo stesso sono rallentati o si sono stabilizzati i deflussi di depositi e altre forme di finanziamento dalle banche di questi paesi (grafico 8, diagrammi di sinistra e centrale). Altri dati evidenziano che i depositi presso queste banche hanno dato prova di buona tenuta anche in ottobre. Parte degli afflussi netti di capitali verso la Spagna e l'Italia è probabilmente provenuta dalla Germania, vista la diminuzione delle attività della Bundesbank verso la BCE generate dai pagamenti netti ricevuti da altri paesi dell'area dell'euro. Specularmente, le banche centrali di Spagna e Italia hanno registrato un calo delle passività nei confronti della BCE generate dai pagamenti netti ad altri paesi dell'area. Queste variazioni sono in controtendenza rispetto all'andamento dell'ultimo anno circa (grafico 8, diagramma di destra).

Nonostante le nuove misure di sostegno ai paesi dell'area dell'euro in difficoltà, i rendimenti sulle obbligazioni emesse dai governi finanziariamente più solidi sono rimasti sostanzialmente invariati. I rendimenti sui titoli di Stato biennali di Francia, Germania e Paesi Bassi si sono mantenuti prossimi allo zero, mentre quelli sulle scadenze decennali hanno oscillato attorno a valori storicamente molto bassi.

² Tale calo si evince, ad esempio, dal restringimento dei differenziali di rendimento tra, da un lato, diverse obbligazioni denominate in euro emesse da controllate dello Stato italiano in virtù del diritto internazionale e, dall'altro, titoli emessi dal governo italiano con scadenza analoga, ma disciplinati dal diritto nazionale (cfr. il riquadro a pagina 5 dell'articolo "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito" in questo numero della *Rassegna trimestrale BRI*). Un'altra conferma proviene dalle quote applicate nel sito intrade.com alle scommesse sulla possibilità che uno dei paesi dell'area dell'euro annunci l'intenzione di abbandonare la moneta unica entro una determinata data.

L'abbassamento del rating AAA della Francia da parte di Moody's non ha prodotto effetti di rilievo su questi rendimenti.

I mercati finanziari hanno tratto sostegno anche dalle notizie che facevano sembrare meno probabile un rallentamento marcato e prolungato della crescita economica cinese. I timori di un "atterraggio duro" della Cina sono stati attenuati in particolare dalla ripresa della produzione industriale e della crescita delle esportazioni in ottobre, nonché dai risultati dell'indagine presso i responsabili degli acquisti. Ciò ha ridotto il rischio di insolvenza percepito per le attività sensibili all'eventualità di un grave rallentamento economico, come i prestiti bancari. In linea con tale evoluzione, nei tre mesi fino a inizio dicembre le azioni bancarie hanno registrato in Cina performance migliori rispetto a quelle degli altri settori.

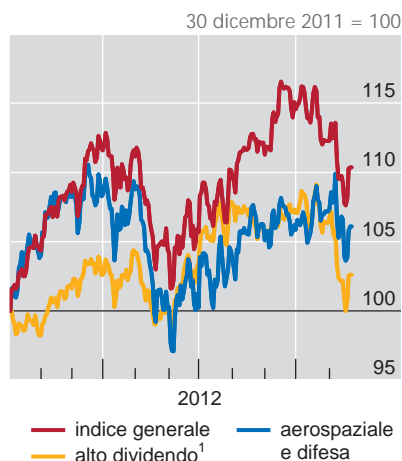
Benché siano verosimilmente diminuiti i principali rischi al ribasso percepiti, gli effetti dell'indebolimento della crescita economica cinese si sono nondimeno fatti sentire in altri mercati emergenti, specie in Asia. In questa regione i movimenti dei tassi di cambio avevano già messo in evidenza quest'anno l'importanza della Cina per gli investitori in diverse economie locali. In particolare, i tassi di cambio delle economie a forte dipendenza dalle esportazioni verso la Cina si sono mossi quasi in sincronia, apparentemente influenzati in larga misura dalle notizie provenienti da questo paese, mentre quelli delle economie meno dipendenti hanno seguito dinamiche più autonome (grafico 9, diagrammi di sinistra e centrale). Nei tre mesi iniziati a settembre, inoltre, la performance dei mercati azionari è stata peggiore nelle economie emergenti asiatiche maggiormente dipendenti dalle esportazioni verso la Cina che non in quelle a bassa dipendenza. Infine, gli indici azionari dei mercati emergenti non asiatici sono sembrati risentire meno delle notizie cinesi (grafico 9, diagramma di destra).

Non tutti i rischi economici di breve periodo sono tuttavia diminuiti, in particolare negli Stati Uniti. Il governo USA è rimasto intenzionato a ridurre il deficit

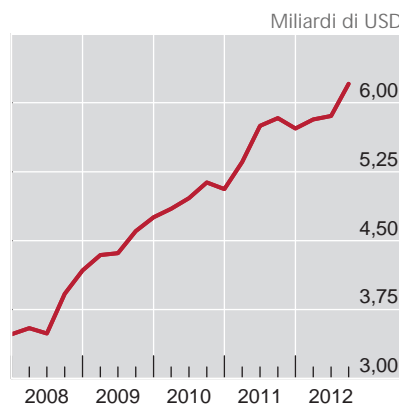
Reazione dei mercati finanziari all'incertezza circa la politica di bilancio USA

Grafico 10

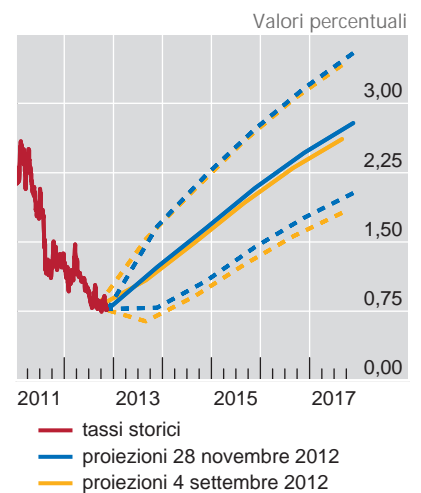
Indici azionari S&P 500



Attività liquide detenute dalle società dell'indice S&P 500²



Tassi swap USA a cinque anni³



¹ Indice delle prime 50 società in termini di rapporto dividendo/prezzo. ² Media dei mezzi liquidi e dei titoli negoziabili detenuti dalle società dell'indice. ³ I valori centrali delle proiezioni (linee continue) corrispondono ai prezzi a termine, mentre quelli superiori e inferiori (linee punteggiate), che coprono circa il 70% di tutti i tassi di interesse possibili, sono ricavati dalle volatilità delle swaption.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

di bilancio di circa il 4% del PIL dall'inizio del 2013, una scelta che a giudizio della maggior parte degli economisti spingerebbe l'economia in recessione. L'incertezza sulla possibilità e sulle modalità di attenuare questa stretta fiscale ha pesato sulle quotazioni di alcune azioni. In particolare, i corsi delle azioni aventi un migliore rapporto dividendo/prezzo e di quelle del settore della difesa sono calati rispetto al mercato USA nel suo complesso. Questi titoli sono infatti particolarmente sensibili all'eventualità di, rispettivamente, aumenti delle imposte sui dividendi e tagli alla spesa (grafico 10, diagramma di sinistra). L'incertezza sul fronte fiscale ha inoltre spinto le imprese statunitensi ad accrescere le proprie disponibilità di attività più liquide come depositi bancari e titoli negoziabili (grafico 10, diagramma centrale), spingendone ulteriormente al ribasso i rendimenti. Tuttavia, questa incertezza di breve periodo non ha avuto pressoché alcun effetto tra gli inizi di settembre e la fine di novembre sulla dinamica futura dei tassi di interesse statunitensi a medio termine, implicita nei prezzi dei derivati (grafico 10, diagramma di destra), a indicazione che gli investitori hanno continuato a ritenere che il governo avrebbe finito per abbassare la traiettoria del debito pubblico.

Conclusioni

Le quotazioni delle attività sono generalmente aumentate tra inizio settembre e inizio dicembre, sostenute dall'ulteriore allentamento delle politiche monetarie e dalla percezione che alcuni importanti rischi al ribasso a breve termine fossero venuti meno. Ciò nonostante, sul più lungo termine rimanevano importanti rischi per le quotazioni future delle attività, tra cui quelli legati alla crisi dell'area dell'euro, alla politica di bilancio statunitense e alle modeste prospettive di crescita dell'economia mondiale. La volatilità implicita nelle azioni, incluso su orizzonti temporali più lunghi, è nondimeno scesa in prossimità dei livelli storicamente bassi osservati a metà degli anni duemila. Analogamente, le quotazioni di alcune attività hanno iniziato a sembrare storicamente elevate rispetto agli indicatori della loro rischiosità. Ad esempio, gli spread sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento globali sono scesi su livelli simili a quelli dell'ultima parte del 2007, con la differenza che allora il loro tasso di insolvenza era prossimo all'1%, mentre di recente si è collocato al 3% circa. Lo stesso è accaduto per i differenziali sulle obbligazioni private di qualità investment grade, sebbene i loro tassi di insolvenza siano passati dallo 0,5% circa a livelli di poco superiori all'1%. Di fatto, numerosi investitori obbligazionari hanno affermato che il compenso ricevuto in relazione al rischio assunto era a loro avviso inferiore rispetto al passato, ma che avevano poche alternative, visti i tassi prossimi allo zero su molte forme di deposito bancario e la riduzione dell'offerta di altri investimenti a basso rischio.