

## Torna la fiducia sui mercati grazie a ulteriori politiche di sostegno<sup>1</sup>

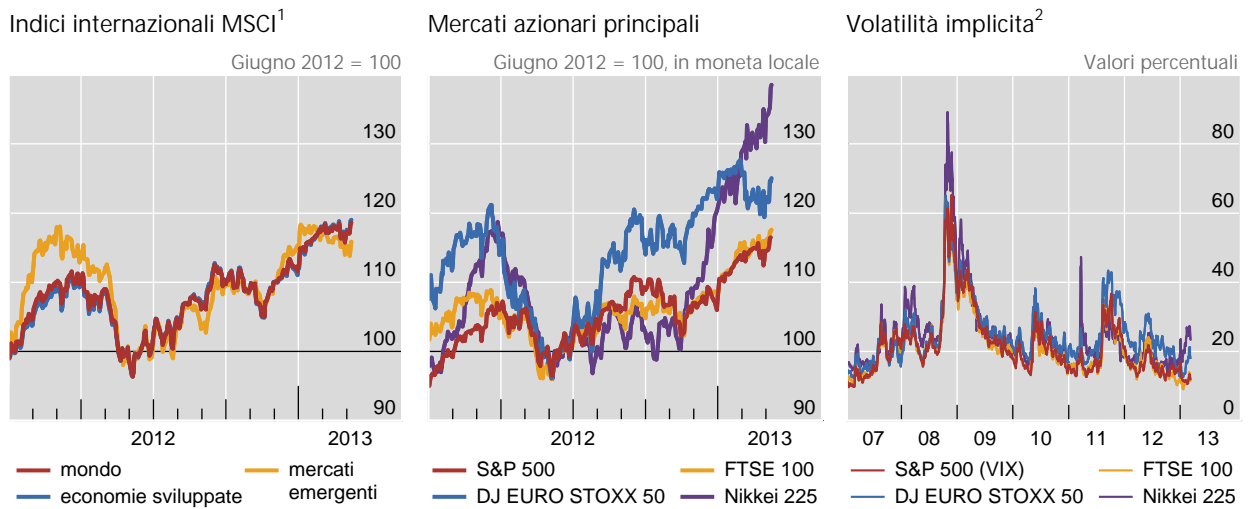
Negli ultimi mesi l'ampio sostegno delle politiche economiche ha infuso un rinnovato senso di ottimismo nei mercati finanziari. La persistente debolezza dei fondamentali economici ha indotto a un ulteriore accomodamento sotto forma di allentamento monetario e moderazione nel ritmo del consolidamento fiscale di breve periodo. Il conseguente calo dei rischi al ribasso percepiti ha impresso slancio ai mercati finanziari, incoraggiando gli investimenti in attività più rischiose. Con il venir meno della ricerca di impieghi sicuri è lievitato l'afflusso di fondi verso azioni e strumenti di debito più remunerativi, specie di mercati emergenti e paesi periferici dell'area dell'euro. Questi sviluppi hanno alimentato un rinnovato senso di ottimismo nei mercati finanziari, che non trova ancora riscontro nell'andamento macroeconomico.

### Mercati in rialzo in attesa dei fondamentali economici

Con l'inizio del nuovo anno sono proseguiti i rialzi delle quotazioni osservati nei mesi precedenti. L'indice azionario globale ha guadagnato il 5% dagli inizi di gennaio e il 23% dal minimo segnato nel giugno 2012, quando l'area dell'euro era ancora in piena crisi e la crescita mondiale sembrava vacillare (grafico 1, diagramma di sinistra). La tendenza positiva dei principali mercati azionari, che aveva preso slancio a novembre, è sfociata in un'impennata delle quotazioni nel gennaio 2013 (grafico 1, diagramma centrale). Durante tutto questo periodo la volatilità nella maggior parte dei principali mercati azionari è gradualmente diminuita, fino a raggiungere il livello minimo dal maggio 2007 (grafico 1, diagramma di destra), a indicare che gli operatori consideravano meno probabile l'eventualità di brusche oscillazioni future del mercato.

Limitando i rischi al ribasso percepiti, l'allentamento delle politiche economiche è stato determinante per questi sviluppi. I "risk reversal", una misura del rischio di eventi estremi ("tail risk") basata sulle opzioni, sono significativamente diminuiti a

<sup>1</sup> 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](mailto:masazumi.hattori@bis.org)) e Goetz von Peter ([goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org)). Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)).

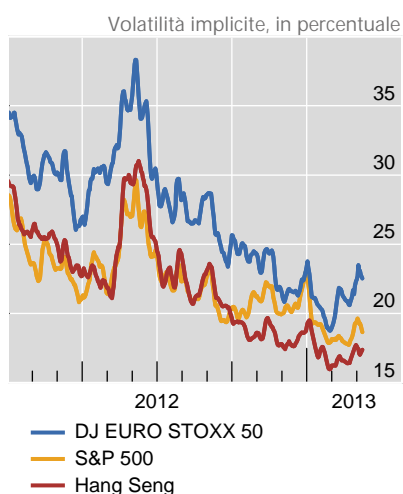


<sup>1</sup> Indici azionari ponderati per il flottante, in dollari USA. <sup>2</sup> Medie mobili di cinque giorni.

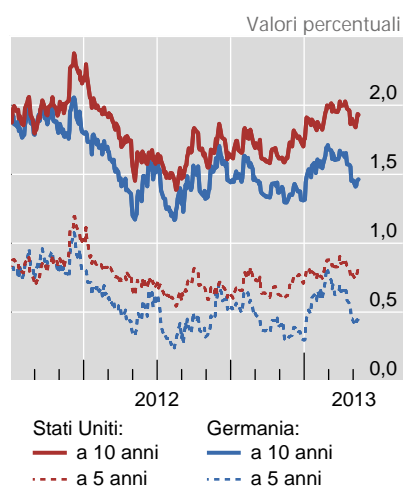
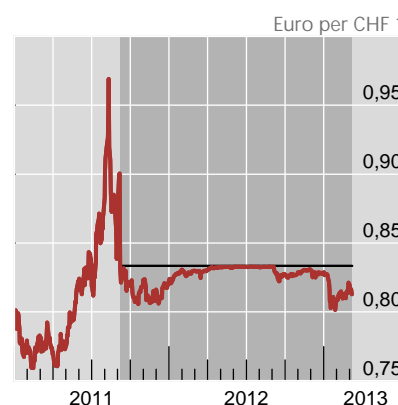
Fonte: Bloomberg.

seguito degli annunci delle banche centrali (cfr. il riquadro). Inoltre, il costo dell'assicurazione per proteggersi da un ribasso del mercato azionario è calato soprattutto nei mesi di giugno e settembre 2012, a seguito di importanti annunci della BCE, nonché agli inizi di gennaio, dopo l'accordo sul precipizio fiscale negli Stati Uniti (grafico 2, diagramma di sinistra). L'attenuarsi dei rischi al ribasso ha trovato riscontro anche nei mercati obbligazionari e valutari. I rendimenti dei titoli del Tesoro di Stati Uniti e Germania, spesso considerati come beni rifugio nelle fasi di elevata incertezza, sono saliti a gennaio senza che vi fosse un aumento corrispondente delle aspettative di inflazione (grafico 2, diagramma centrale). Analogamente, la preferenza per il franco svizzero quale alternativa all'euro si è ridotta per la prima volta dal 2011. Il tasso di cambio tra queste due valute si è allontanato dal tetto di 1,20 CHF/€ fissato dalla Banca nazionale svizzera (grafico 2, diagramma di destra).

I mercati finanziari hanno segnato andamenti fortemente positivi nonostante che i dati sulla crescita indicassero una persistente debolezza macroeconomica nelle economie avanzate. Il Regno Unito e l'area dell'euro hanno subito una contrazione nel 2012, mentre la crescita negli Stati Uniti è stata fiacca. Nel quarto trimestre, peraltro, il PIL si è contratto nell'insieme dei paesi dell'OCSE, con Germania e Francia che hanno chiuso l'anno in flessione. Per l'Europa meridionale, che è entrata nel quarto anno di recessione o quasi recessione, si prevede un'ulteriore contrazione nel 2013. In contrasto con il miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari osservato da metà 2012, i tassi di crescita trimestrali in numerosi paesi sono gradualmente diminuiti e le prospettive di espansione per il 2013 sono state riviste al ribasso (grafico 3, diagramma di sinistra). L'unica eccezione al riguardo è provenuta di recente dal Giappone, dove l'anticipazione di politiche espansive ha alimentato le aspettative di crescita. L'evoluzione dei profitti aziendali attesi fornisce un quadro simile. Nel corso del 2012 le stime sugli utili per azione sono state riviste al ribasso a più riprese negli Stati Uniti, e sono aumentate solo di poco nell'area

Costo dell'assicurazione contro il rischio azionario<sup>1</sup>

Rendimenti dei titoli di Stato

Tasso di cambio del franco svizzero<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Premi per l'assicurazione contro l'eventualità di un ribasso di almeno il 10% dell'indice azionario 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. <sup>2</sup> La linea orizzontale rappresenta il valore massimo del franco svizzero in termini di euro ( $1/1,2 = 0,83$ ) che la Banca nazionale svizzera mantiene dal 6 settembre 2011 (periodo coperto dall'area ombreggiata) mediante interventi sui mercati dei cambi.

Fonti: Bloomberg; Datastream.

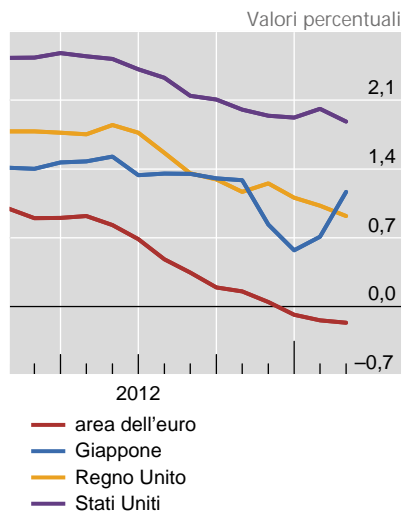
dell'euro<sup>2</sup>. Ciò fa ritenere che il miglioramento dei fondamentali economici non sia stato il principale fattore all'origine del recente forte rialzo dei mercati azionari.

Il rinnovato ottimismo degli ultimi mesi nei mercati finanziari è dipeso principalmente dal mantenimento di politiche accomodanti, nonché dalla pubblicazione di alcuni dati superiori alle aspettative. L'indice delle sorprese economiche di Citigroup mostra che i dati pubblicati hanno mediamente iniziato a superare le aspettative a partire da settembre (in Europa, invece, solo da gennaio). Le attese di crescita dell'economia globale si sono rafforzate anche in seguito alla diffusione di dati migliori del previsto sul commercio e sull'indice dei responsabili degli acquisti (PMI). Ciò nonostante, in numerose economie avanzate gli indici PMI riflettevano un contesto di contrazione, collocandosi al di sotto del livello neutrale di 50, a eccezione dell'indice statunitense, che segnalava una modesta espansione. A titolo di confronto, i mercati emergenti hanno evidenziato una crescita più sostenuta, che ha portato le previsioni di consenso al 3,5% per l'America latina, al 2,7% per l'Europa orientale e al 4,8% per l'Asia, dove la Cina dovrebbe evitare il tanto temuto rallentamento.

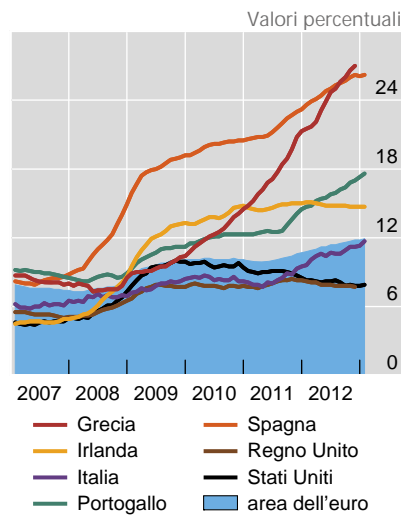
La debolezza economica di fondo nelle economie avanzate ha accentuato le difficoltà di bilancio e provocato ulteriori declassamenti di rating. Il debito del governo britannico è stato declassato da una delle agenzie di rating, perdendo la tripla A, con la motivazione che la debole crescita rappresentasse un ostacolo sempre maggiore all'azione di risanamento dei conti pubblici. A seguito di ciò, Canada e Germania sono rimasti gli unici paesi del G8 a godere ancora del massimo rating in base a tutte e tre le agenzie principali. Come nel caso della Francia in

<sup>2</sup> Queste osservazioni si basano sulle previsioni degli utili per azione relative alle imprese incluse nell'indice MSCI EMU e nell'indice composito S&P 500 fornite da I/B/E/S.

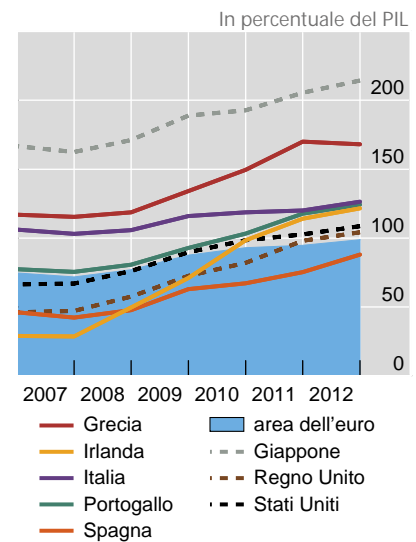
Previsioni sulla crescita del PIL reale nel 2013<sup>1</sup>



Disoccupazione



Rapporto debito/PIL<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Previsioni di consenso ricavate dalle indagini mensili. <sup>2</sup> Passività finanziarie lorde delle amministrazioni centrali.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE; © Consensus Economics; Eurostat; statistiche nazionali.

novembre, il declassamento era stato anticipato e la risposta del mercato è stata moderata. Al contempo, le condizioni economiche hanno continuato a esercitare pressioni sulle finanze pubbliche sia dal lato delle entrate sia da quello della spesa. Nonostante l'inversione di rotta dei dati ufficiali sulla disoccupazione negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Irlanda, il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare in molte altre economie avanzate (grafico 3, diagramma centrale). In Grecia e Spagna la disoccupazione ha superato il 25% (e il 50% tra i giovani fino a 24 anni), a riprova della gravità della recessione in questi paesi. Poiché in molti paesi il PIL è cresciuto più lentamente del debito pubblico, gli oneri debitori hanno continuato ad aumentare nonostante gli sforzi di risanamento fiscale (grafico 3, diagramma di destra). Ciò detto, in Grecia l'onere debitorio si è alleggerito grazie ai tagli effettuati in precedenza e al programma di riacquisto del debito realizzato in dicembre, e il paese ha beneficiato di un raro innalzamento del rating.

## La debolezza dell'economia induce a un maggiore allentamento

Gli operatori di mercato hanno reagito con crescente ottimismo a una serie di misure adottate dalle autorità per sostenere la fragile ripresa dell'economia. Sul fronte della politica di bilancio, sono stati rinviati o allentati diversi provvedimenti di risanamento di breve periodo. Verso la fine di dicembre i legislatori statunitensi hanno scongiurato la minaccia del precipizio fiscale, che con aumenti delle imposte e riduzioni della spesa pari al 5% del PIL rischiava di far entrare il paese in recessione nel 2013. Al suo posto si avrà un contenimento più moderato del disavanzo tramite tagli automatici del bilancio pubblico (c.d. "sequester") che,

stando alle stime del Congressional Budget Office, da oggi a settembre daranno luogo a una diminuzione di \$42 miliardi della spesa. Questi sviluppi, al pari della successiva sospensione temporanea del limite legale al debito nello stesso mese, hanno impresso slancio ai mercati azionari agli inizi di gennaio. Sempre in gennaio, il nuovo governo giapponese ha tradotto le promesse fatte in campagna elettorale in un pacchetto di stimolo da ¥10 trilioni per sostenere la crescita e contrastare la deflazione. I mercati hanno reagito positivamente, senza preoccuparsi oltremodo dell'onere debitorio del Giappone, e ciò nonostante che i ¥13 trilioni di spesa supplementare preventivati dal governo, compreso il pacchetto di stimolo, fossero in larga misura finanziati con debito e per il 51% privi di copertura finanziaria.

In Europa la graduale distensione delle condizioni sui mercati finanziari ha reso meno impellente la necessità di risanamento dei conti pubblici. Alle rassicurazioni del luglio 2012 secondo cui la BCE era pronta a fare qualsiasi cosa fosse necessaria per preservare l'euro ha fatto seguito l'annuncio delle operazioni definitive monetarie, che consentono l'acquisto illimitato di titoli di Stato di un paese membro a condizione che quest'ultimo si impegni ad attuare un programma di aggiustamento macroeconomico. Man mano che gli investitori hanno fatto ritorno nei mercati delle attività dell'area dell'euro e liquidato le loro posizioni corte, le quotazioni hanno rispecchiato in misura crescente la convinzione che l'impegno della BCE avesse eliminato il rischio di una possibile uscita di un paese membro dall'area dell'euro e quindi di una ridenominazione valutaria. Inoltre, le deboli prospettive di crescita dell'area hanno spinto le autorità a concedere a diversi paesi una proroga per raggiungere gli obiettivi in termini di disavanzo. Il rallentamento del ritmo di inasprimento fiscale, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti e in Giappone, ha contribuito a spingere al rialzo i mercati azionari. Anche in altre importanti aree dell'economia mondiale la politica economica ha sostenuto la crescita; per evitare il rischio di un atterraggio duro, ad esempio, le autorità cinesi hanno potenziato gli investimenti in infrastrutture e promosso al tempo stesso il credito bancario e non bancario.

Gli operatori hanno altresì reagito positivamente ai recenti sviluppi in materia di regolamentazione. Il 7 gennaio il Comitato di Basilea ha pubblicato una nuova versione del liquidity coverage ratio (LCR), basata su ipotesi di deflusso più accomodanti e una definizione più ampia di attività liquide (comprendente anche determinati mortgage-backed securities (MBS), obbligazioni societarie e azioni), da attuarsi in tempi più lunghi<sup>3</sup>. La pubblicazione è stata accolta da un rialzo delle quotazioni azionarie e da una compressione degli spread sui CDS, specie quelli di banche con coefficienti di liquidità più bassi. Nel Regno Unito la Financial Services Authority ha fornito rassicurazioni sulla possibilità di adottare un atteggiamento flessibile in campo regolamentare per sostenere il credito bancario. Al contempo, il governo britannico ha proseguito nel progetto di circoscrivere l'operatività dei gruppi bancari del paese, respingendo tuttavia alcune delle raccomandazioni più stringenti del rapporto Vickers. In via analoga, il Commissario europeo per il Mercato interno e i servizi ha affermato che l'eventuale attuazione della proposta Liikanen di separare le attività di negoziazione da quelle di raccolta dei depositi avrebbe dovuto evitare di penalizzare i creditori che sostengono l'economia, mentre da Francia e Germania sono emerse due proposte alternative. Gli analisti hanno

<sup>3</sup> Con un provvedimento distinto sono inoltre stati allentati i requisiti di margine proposti per i derivati non soggetti a compensazione centrale, al fine di ridurre l'impatto sulla liquidità degli operatori di mercato.

giudicato questi sviluppi utili per attenuare alcune delle sfide che pesano nel breve periodo sulle prospettive di profitto delle banche.

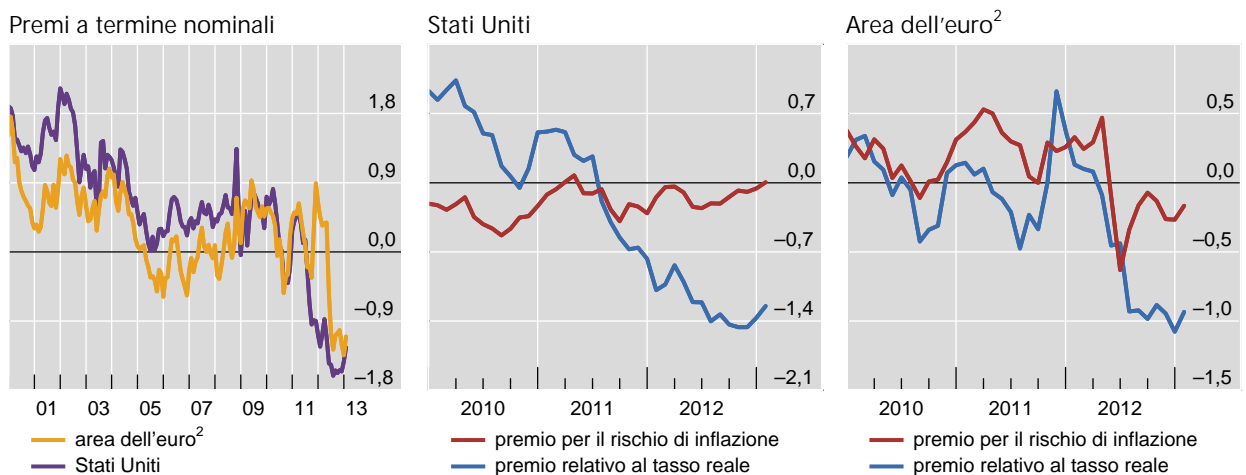
Sul fronte della politica monetaria, le banche centrali delle cinque principali valute di riserva hanno mantenuto politiche espansive, anche lasciando i tassi di riferimento nominali prossimi o pari a zero. La Bank of England ha scelto di tollerare che nel breve periodo l'inflazione rimanesse superiore al livello obiettivo. In dicembre la Federal Reserve ha deciso di mantenere il tasso sui federal fund sotto lo 0,25% almeno fino a quando la disoccupazione rimarrà superiore al 6,5%, a condizione che le aspettative di inflazione restino saldamente ancorate. La determinazione del Giappone a sostenere la crescita e porre fine alla deflazione ha creato l'aspettativa che la Bank of Japan espanderà ulteriormente l'allentamento quantitativo nel perseguimento di un obiettivo di inflazione più elevato, del 2%.

In questo contesto di debolezza macroeconomica i mercati dei titoli di Stato benchmark hanno continuato a beneficiare della domanda sostenuta di emissioni di qualità elevata. Il protratto accomodamento monetario ha allontanato nella percezione dei mercati la prospettiva di un inasprimento. Un'analisi dei rendimenti nominali dei titoli del Tesoro USA mostra che il premio a termine, che remunera gli investitori per i rischi di inflazione e di variazione dei tassi reali, è divenuto negativo nel 2011 e ha continuato a diminuire nel 2012; nell'area dell'euro il premio è divenuto negativo a metà 2012. In entrambi i mercati esso è sceso ai valori minimi da almeno il 2000 (grafico 4, diagramma di sinistra). Da una sua scomposizione emerge che la principale determinante del calo del premio a termine è stata la flessione della componente reale, anziché di quella legata all'inflazione (grafico 4, diagrammi centrale e di destra). Mentre l'allentamento della politica monetaria ha ridotto il premio sul tasso reale, la fuga verso la qualità ha spinto il premio a termine complessivo in territorio negativo.

## Premi per il rischio dei titoli di Stato<sup>1</sup>

In percentuale

Grafico 4



<sup>1</sup> Scomposizione basata 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*, vol. 1.31, 2006, pagg. 405-444; e P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the term structure of interest rates", *BIS Working Papers*, n. 228, maggio 2007. <sup>2</sup> Per l'area dell'euro, sono stati impiegati i rendimenti zero coupon dei titoli nominali e di quelli indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro emessi dal Tesoro francese.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Le principali banche centrali hanno continuato a perseguire politiche di allentamento quantitativo. La Federal Reserve ha seguito ad acquistare MBS di agenzie e titoli del Tesoro a lungo termine, al ritmo di \$85 miliardi al mese, mentre la Bank of England ha integrato gli acquisti di attività con uno schema volto a incoraggiare il credito bancario alle famiglie e alle imprese<sup>4</sup>. Tra luglio 2007 e febbraio 2013 i bilanci della Federal Reserve e della Bank of England sono cresciuti rispettivamente del 254 e 394%, a fronte del 130% per l'Eurosistema. La BCE, che un anno fa aveva erogato oltre €1 trilione di finanziamenti diretti alle banche dell'area dell'euro, ha ricevuto ad oggi il rimborso anticipato di €224 miliardi di fondi distribuiti nell'ambito delle ORLT. Ciò fa della BCE l'unica grande banca centrale il cui bilancio si è contratto, dal momento che il piano ODM è rimasto inutilizzato. Anche il bilancio della Banca nazionale svizzera si è stabilizzato, dopo essere cresciuto oltre i CHF 500 miliardi (pari all'83% del PIL) per effetto degli interventi volti a contenere il valore del franco svizzero nei confronti dell'euro.

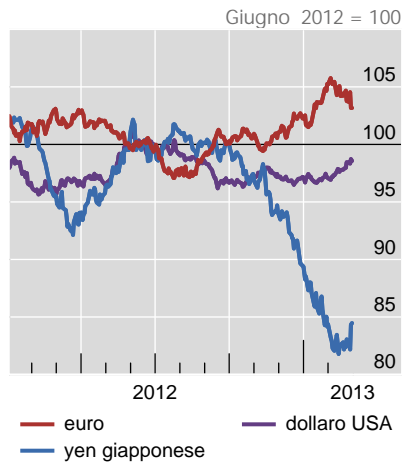
## Si attenuano le preoccupazioni per l'area dell'euro

I timori per il rischio di eventi estremi hanno lasciato il posto a un clima di ottimismo man mano che i mercati finanziari globali ritrovavano slancio grazie alle politiche di sostegno. La riduzione del rischio di andamenti sfavorevoli nell'area dell'euro ha determinato un marcato rialzo dell'euro in gennaio (grafico 5, diagramma di sinistra). Questo apprezzamento si è accompagnato alla liquidazione delle posizioni corte nella moneta unica (grafico 5, diagramma centrale). In conseguenza di ciò, gli investitori hanno considerato meno probabile l'eventualità di ulteriori deprezzamenti, sia a breve che a medio termine. Il risk reversal a un mese, tuttavia, si è nuovamente impennato in seguito ai risultati delle recenti elezioni italiane (grafico 5, diagramma di destra).

Gli operatori di mercato hanno ritenuto che il programma ODM della BCE fosse la misura più importante adottata per attenuare il rischio al ribasso. Con il cambiamento del clima di mercato in settembre e l'ulteriore miglioramento agli inizi del 2013, la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro ha pesato meno sui mercati finanziari di quanto non l'abbia fatto dal 2010. Nel periodo in rassegna i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro soggetti a tensioni sono diminuiti su tutte le scadenze (grafico 6, diagramma di sinistra). Gli spread rispetto ai Bund tedeschi si sono dimezzati dai livelli del giugno 2012 (e sono calati di quasi i due terzi in Irlanda e in Portogallo), attestandosi all'interno di un intervallo del 2,2-4,3% per la scadenza quinquennale. Con il calo dei premi al rischio l'inclinazione della curva dei CDS è ridivenuta positiva (grafico 6, diagramma centrale). Per gran parte del 2011-12 gli spread sui CDS erano stati eccezionalmente elevati nel segmento a breve, a indicare che gli operatori consideravano imminente un evento creditizio.

<sup>4</sup> Lo studio di Hofmann e Zhu in questa edizione esamina l'impatto che i programmi di acquisto di titoli da parte delle banche centrali di Stati Uniti e Regno Unito hanno avuto sulle aspettative di inflazione.

Tasso di cambio effettivo nominale, G3<sup>1</sup>



Posizioni nette non commerciali segnalate alla CFTC



Risk reversal<sup>2</sup> - dollaro/euro



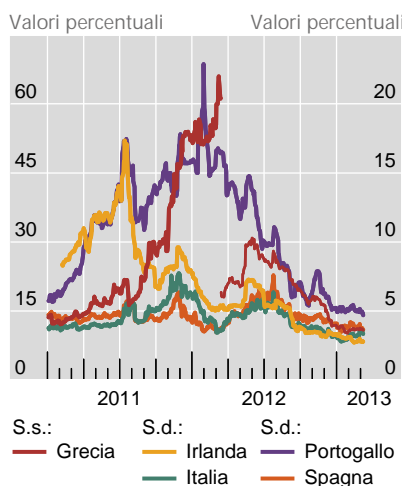
<sup>1</sup> Media geometrica di 60 tassi di cambio nominali bilaterali, ponderata in base all'interscambio nel 2008-10. <sup>2</sup> Il risk reversal è una misura dell'asimmetria nella domanda di opzioni out-of-the-money con prezzo di esercizio elevato rispetto a quelle con prezzo di esercizio basso e può essere interpretata come indicativa dell'opinione del mercato riguardo alla direzione più probabile dell'andamento a pronti alla data di scadenza più vicina. È dato dalla volatilità implicita delle opzioni call meno la volatilità implicita delle opzioni put nella valuta base aventi lo stesso delta. Un aumento indica che gli operatori di mercato sono disposti a versare un premio maggiore per coprirsi contro un apprezzamento del dollaro USA.

Fonti: Bloomberg; Commodity Futures Trading Commission (CFTC) statunitense; elaborazioni BRI.

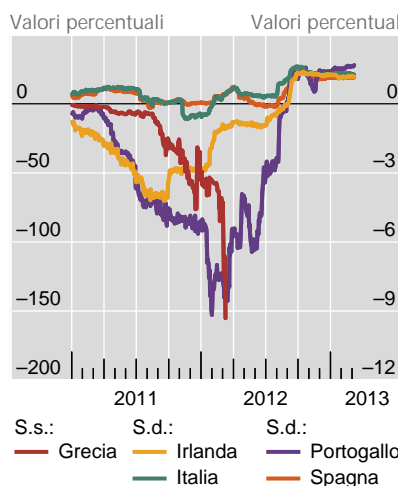
Con il graduale ritorno degli operatori nei mercati dell'area dell'euro, i prenditori sovrani dei paesi periferici hanno potuto realizzare operazioni di collocamento a condizioni migliori. Le aste di titoli italiani e spagnoli hanno attratto

Emittenti sovrani dell'area dell'euro

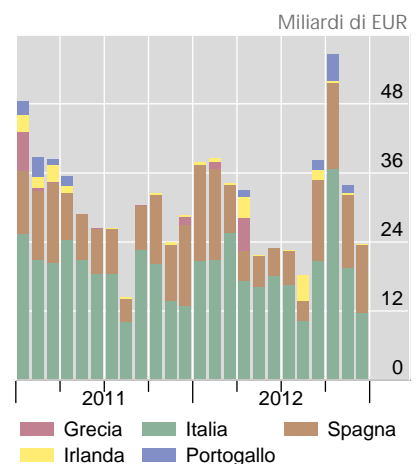
Rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni<sup>1</sup>



Pendenza della curva dei CDS<sup>2</sup>



Emissioni di debito<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Per la Grecia, titolo decennale a partire dal 13 marzo 2012. <sup>2</sup> Differenziale tra gli spread dei CDS a dieci e a due anni. Gli eventi creditizi specificati nelle clausole dei contratti CDS includono l'inadempienza sui pagamenti previsti e le ristrutturazioni involontarie del debito. Le quotazioni dei CDS sulla Grecia sono cessate nel marzo 2012 con la ristrutturazione del debito ellenico. <sup>3</sup> Emissioni lorde di titoli di debito delle amministrazioni centrali denominati in euro e con scadenza originaria di almeno un anno.

Fonti: BCE; Bloomberg; Markit.

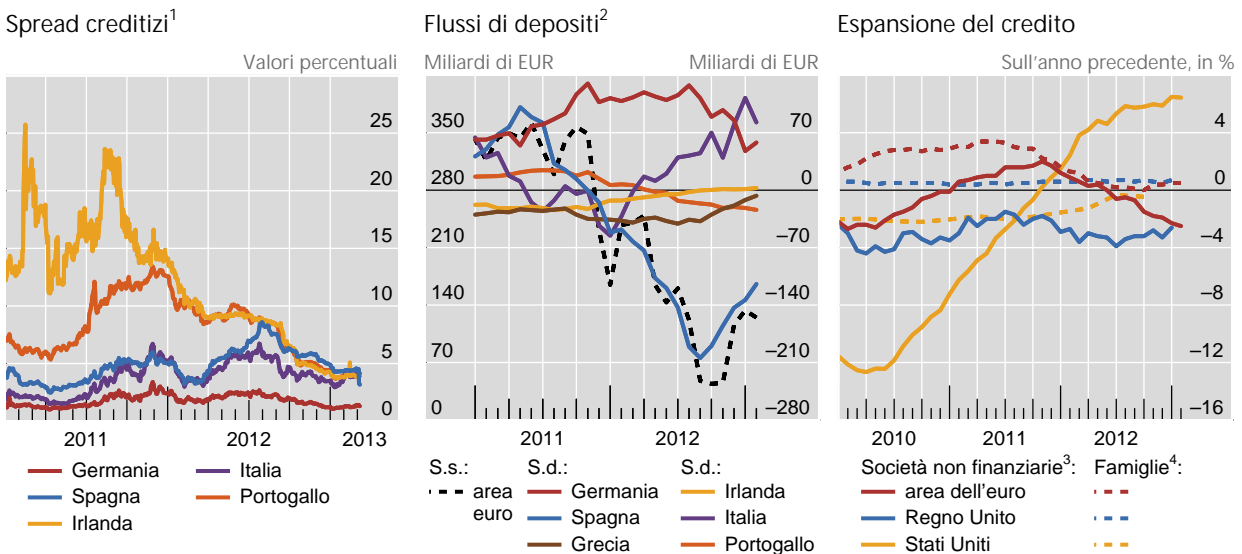


una domanda sostenuta nonostante l'aggravarsi della recessione e le incertezze politiche. A riprova del fatto che il risanamento delle finanze pubbliche ha migliorato in definitiva l'accesso al mercato obbligazionario, l'Irlanda e il Portogallo sono tornati ad attingere ai mercati internazionali del debito con emissioni di importo significativo (grafico 6, diagramma di destra). Ciò è stato visto come un importante passo verso la riconquista della possibilità di finanziarsi autonomamente al di fuori dei programmi ufficiali. Analogamente, alcune delle maggiori società finanziarie con sede nella periferia dell'area dell'euro hanno riacquisito l'accesso ai mercati della raccolta all'ingrosso.

Queste dinamiche di mercato hanno segnato una breve battuta d'arresto verso la fine di febbraio, di fronte al timore che i risultati delle elezioni italiane potessero far deragliare il programma di riforme. Il 26 febbraio i mercati azionari dell'area dell'euro hanno perso il 3%, trainati da un ribasso del 5% della borsa di Milano. I rendimenti dei titoli di Stato italiani sono saliti di oltre 40 punti base e gli spread sui CDS dell'Italia sono balzati di 50 punti base. Il 6 marzo l'ampliamento degli spread risultava già dimezzato dopo che sui mercati era tornata la calma a seguito delle rassicurazioni fornite dagli esponenti della BCE e della Federal Reserve, che ribadivano l'impegno delle banche centrali a mantenere un orientamento accomodante<sup>5</sup>. Il recupero è stato favorito anche dal Dow Jones, che il 5 marzo ha

## Indicatori della provvista bancaria ed espansione del credito

Grafico 7



<sup>1</sup> Spread sulla serie on-the-run di CDS a cinque anni; media semplice di un campione di società finanziarie nazionali. <sup>2</sup> Afflussi di depositi di famiglie e società non finanziarie private cumulati nei 12 mesi precedenti <sup>3</sup> Per l'area dell'euro, prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) alle società non finanziarie. Per il Regno Unito, prestiti in sterline erogati alle società non finanziarie private da IFM residenti nel Regno Unito e da società collegate specializzate nel credito ipotecario, corretti per gli effetti delle cartolarizzazioni e delle cessioni di crediti. Per gli Stati Uniti, prestiti commerciali e industriali e prestiti per l'acquisto di immobili commerciali erogati da banche commerciali negli Stati Uniti. <sup>4</sup> Per l'area dell'euro, prestiti delle IFM alle famiglie. Per il Regno Unito, prestiti in sterline erogati a persone fisiche da IFM residenti nel Regno Unito e da società collegate specializzate nel credito ipotecario, corretti per gli effetti delle cartolarizzazioni e delle cessioni di crediti. Per gli Stati Uniti, prestiti e titoli di debito erogati da tutti i tipi di creditori, al netto del credito al commercio.

Fonti: BCE; Bank of England; Federal Reserve; statistiche nazionali.

<sup>5</sup> I mercati hanno mostrato la reazione opposta, con un calo di quasi l'1,5% dell'S&P 500, quando i verbali del FOMC pubblicati il 20 febbraio hanno lasciato intravedere una possibile riconsiderazione del ritmo degli acquisti di attività.

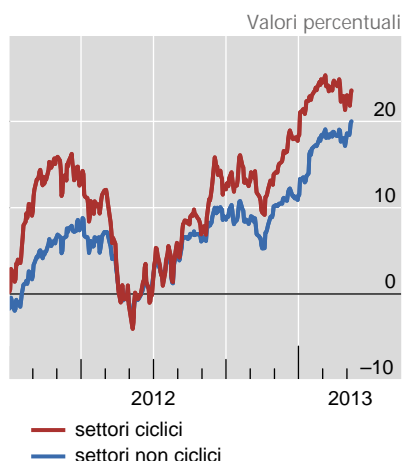
raggiunto un massimo storico, a dimostrazione che i mercati USA si erano lasciati alle spalle i timori sui conti pubblici per focalizzarsi sui nuovi segnali di una ripresa statunitense.

Gli sviluppi a partire dallo scorso luglio hanno impresso slancio ai mercati finanziari più in generale, migliorando altresì le condizioni delle banche dell'area dell'euro. La spirale tra crisi del debito sovrano e tensioni bancarie ha iniziato a cambiare direzione, cosicché il rafforzamento degli emittenti sovrani ha inciso positivamente sulle banche. Sono state inoltre adottate importanti misure per rinsaldare gli istituti bancari, in particolare la ricapitalizzazione da €40 miliardi delle banche spagnole finanziata con il Meccanismo europeo di stabilità. Di conseguenza, gli spread sui CDS relativi alle banche dell'area dell'euro sono sensibilmente diminuiti negli ultimi sei mesi, al pari di quelli sugli emittenti sovrani (grafico 7, diagramma di sinistra). La performance delle azioni bancarie è stata sistematicamente migliore di quella dell'indice generale: a partire da giugno 2012 il sottoindice dei titoli bancari europei ha guadagnato il 46%, il doppio dell'indice complessivo europeo. In questo periodo la raccolta di depositi è parimenti migliorata e i precedenti deflussi dalle banche di Grecia e Spagna hanno iniziato a invertirsi (grafico 7, diagramma centrale). Questi andamenti sono stati rispecchiati dal calo degli spread sugli swap euro/dollaro e del differenziale Libor-OIS nelle principali valute. Il miglioramento delle condizioni di raccolta delle banche ha consentito a centinaia di istituti dell'area dell'euro di rimborsare alla BCE in gennaio €137 miliardi di finanziamenti ricevuti nell'ambito delle ORLT, un importo superiore alle attese. Il rimborso di €61 miliardi in febbraio, benché pari questa volta ad appena la metà della previsione mediana del mercato, non ha provocato reazioni significative sui mercati. I rimborsi cumulati hanno ridotto a €596 miliardi l'importo del rifinanziamento netto della BCE alle banche.

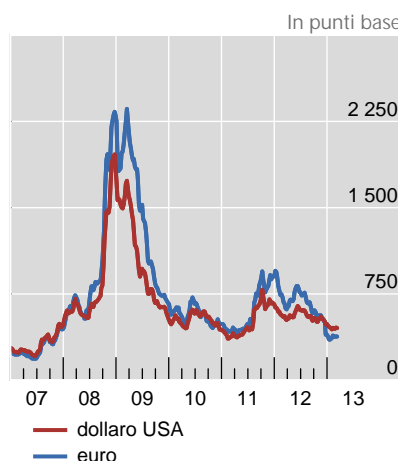
## Prezzi delle attività

Grafico 8

Corsi azionari settoriali<sup>1</sup>



Spread dei titoli ad alto rendimento<sup>2</sup>



Rendimenti di azioni e obbligazioni societarie



<sup>1</sup> Variazioni cumulate nella capitalizzazione di mercato rispetto alla media del giugno 2012. Settori ciclici: petrolio e gas naturale, prodotti di base, industria e finanza. Settori non ciclici: beni di consumo, servizi al consumo, telecomunicazioni e servizi di pubblica utilità. <sup>2</sup> Differenziale fra i rendimenti dell'indice Bank of America Merrill Lynch e i tassi OIS per un paniere di obbligazioni societarie di qualità inferiore all'investment grade. <sup>3</sup> Indice Dow Jones US Select Dividend, sui dodici mesi. <sup>4</sup> Rendimento a scadenza.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream.

Resta da vedere se il miglioramento delle condizioni delle banche si tradurrà in una maggiore offerta di credito a sostegno di una futura ripresa economica. Nonostante l'allentamento delle condizioni di raccolta, le banche hanno segnalato un irrigidimento netto dei criteri di affidamento. Le prospettive di profitto rimangono limitate da diversi fattori che vanno dalla debolezza economica alle difficoltà legate a ristrutturazioni e contenziosi. Dal lato della domanda, inoltre, numerose famiglie hanno cercato di ridurre il proprio indebitamento e le imprese hanno attinto in misura crescente al mercato per ridurre la dipendenza dalle banche. Questi sviluppi spiegano l'espansione relativamente modesta del credito (grafico 7, diagramma di destra)<sup>6</sup>.

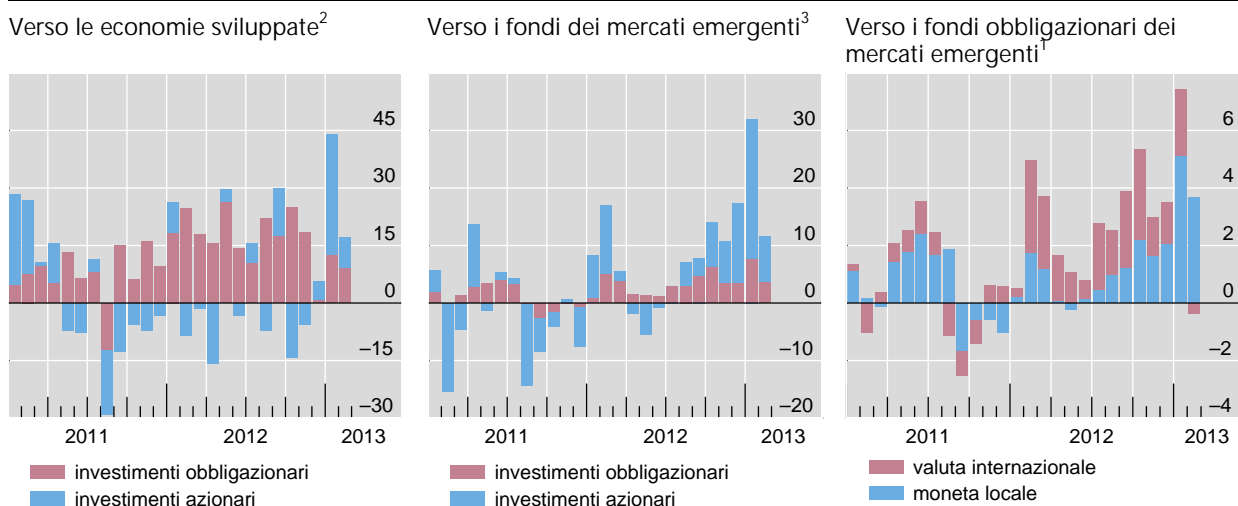
## Elevata propensione al rischio e afflussi di capitali verso tutte le classi di attività

Con il venir meno dei rischi di eventi estremi è aumentata la propensione degli operatori ad assumere rischio. Ciò ha spinto al rialzo le quotazioni azionarie in generale, e quelle dei settori ciclici più sensibili al rischio in particolare, prolungando una tendenza iniziata nel novembre 2012 (grafico 8, diagramma di sinistra). Nei mercati obbligazionari gli spread sulle emissioni societarie ad alto rendimento si sono ristretti a livelli non più osservati da prima della crisi del debito sovrano

### Flussi di investimenti di portafoglio<sup>1</sup>

In miliardi di dollari USA

Grafico 9



<sup>1</sup> Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singoli paesi o fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi o quantomeno per regioni. <sup>2</sup> Somma di area dell'euro, Australia, Canada, Giappone, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera. <sup>3</sup> Somma di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia; Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela; Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: EPFR; elaborazioni BRI.

<sup>6</sup> Per gli stessi motivi, le misure volte a incoraggiare il credito bancario, come il Funding for Lending Scheme della Bank of England, hanno avuto una partenza incerta, con risultati contrastanti.

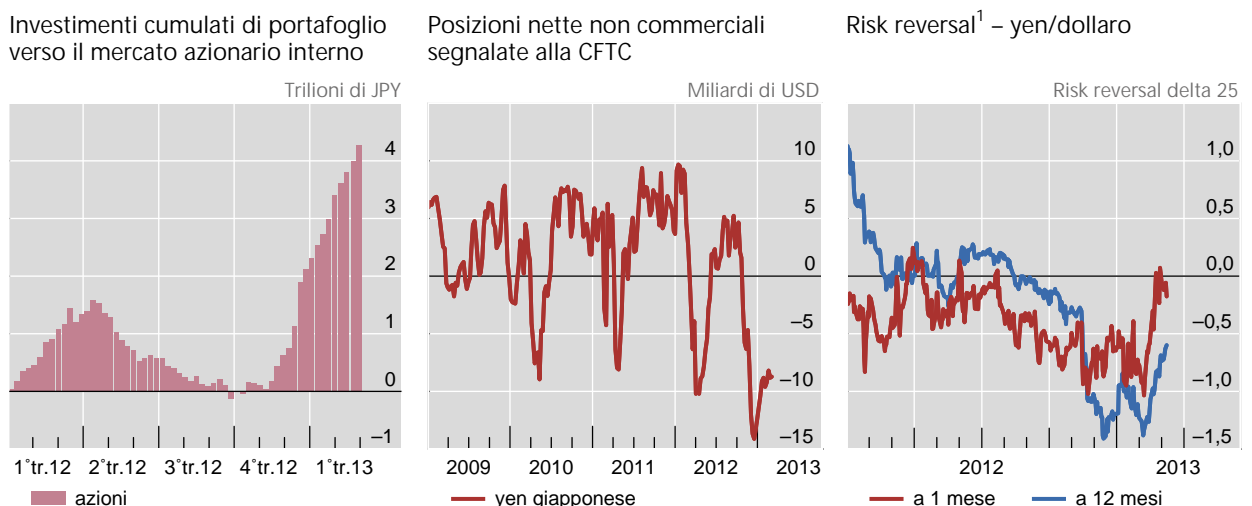
dell'area dell'euro (grafico 8, diagramma centrale). Sono calati i rendimenti delle obbligazioni societarie più in generale, facendo apparire come relativamente più interessanti gli investimenti azionari. I rendimenti delle obbligazioni investment grade a più basso rating (BBB-BB), ad esempio, sono divenuti pressoché comparabili a quelli da dividendo delle azioni aventi un elevato rapporto dividendo/prezzo (grafico 8, diagramma di destra).

In questo contesto, i flussi di capitali si sono spostati verso le classi di attività più rischiose. Nel 2012 i fondi specializzati nelle obbligazioni societarie dei mercati sviluppati hanno registrato gli afflussi maggiori, ma gli investitori si sono progressivamente indirizzati verso le categorie di attività più rischiose. Gli afflussi verso i fondi azionari hanno segnato un'impennata agli inizi del 2013 (grafico 9, diagramma di sinistra). Anche gli investimenti in fondi specializzati nei mercati emergenti sono lievitati, dirigendosi per la maggior parte verso fondi azionari dedicati (grafico 9, diagramma centrale). All'interno della categoria dei fondi specializzati in obbligazioni dei mercati emergenti gli investitori hanno manifestato crescente interesse per quelli che investono in emissioni denominate in moneta locale, esponendosi al rischio di cambio delle valute emergenti (grafico 9, diagramma di destra).

Anche il significativo deprezzamento dello yen si è accompagnato ad afflussi di capitali internazionali (grafico 5, diagramma di sinistra). Nel periodo in rassegna gli operatori esteri hanno effettuato investimenti di portafoglio nel mercato azionario giapponese nell'attesa che gli utili delle imprese nipponiche, specie quelle esportatrici, aumentassero a seguito del significativo calo della valuta (grafico 10, diagramma di sinistra). Afflussi analoghi verso il mercato azionario giapponese si erano già verificati in passati episodi di deprezzamento dello yen, come nel primo trimestre 2012. Questa volta il cambiamento di politica economica in Giappone è coinciso con un aumento della propensione al rischio a livello mondiale. Al

## Investimenti di portafoglio nel mercato azionario giapponese e yen

Grafico 10



<sup>1</sup> Il risk reversal è una misura dell'asimmetria nella domanda di opzioni out-of-the-money con prezzo di esercizio elevato rispetto a quelle con prezzo di esercizio basso e può essere interpretata come indicativa dell'opinione del mercato riguardo alla direzione più probabile dell'andamento a pronti alla data di scadenza più vicina. È dato dalla volatilità implicita delle opzioni call meno la volatilità implicita delle opzioni put nella valuta base aventi lo stesso delta. Un aumento indica che gli operatori di mercato sono disposti a versare un premio maggiore per coprirsi contro un apprezzamento dello yen.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

contempo, le posizioni corte in yen assunte tramite operazioni speculative in derivati hanno avuto un ruolo predominante ai fini del deprezzamento (grafico 10, diagramma centrale). Stando agli indicatori basati sulle opzioni, gli operatori continuavano ad aspettarsi una flessione della valuta giapponese in futuro (grafico 10, diagramma di destra).

## Le percezioni del rischio di eventi estremi in prossimità degli annunci di misure non convenzionali di politica monetaria

Masazumi Hattori, Andreas Schrimpf e Vladyslav Sushko

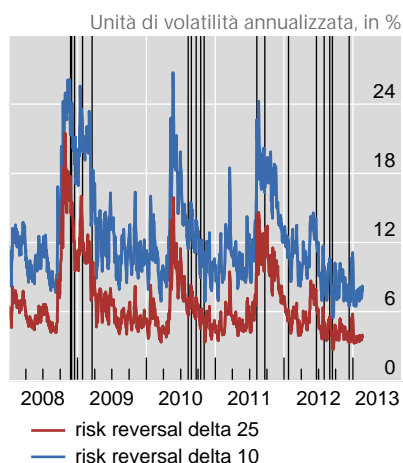
Si ritiene che gli interventi non convenzionali di politica monetaria varati da varie banche centrali nel corso degli ultimi anni abbiano contribuito (almeno in parte) ad attenuare alcuni dei rischi più immediati di andamenti sfavorevoli per i mercati finanziari e l'economia globale<sup>1</sup>. Tuttavia le evidenze di quello che si potrebbe definire l'"impatto sul rischio di eventi estremi" (o tail risk) delle politiche monetarie non convenzionali sono perlopiù aneddotiche. Questo riquadro presenta evidenze quantitative che mostrano come gli annunci collegati alle politiche non convenzionali abbiano sostanzialmente attenuato la percezione del mercato del rischio di eventi estremi. In realtà, gli effetti di tali politiche potrebbero essere stati più ampi di quanto indicano gli studi esistenti, incentrati sugli effetti dell'allentamento quantitativo (quantitative easing, QE) sul profilo della curva dei rendimenti, i prezzi delle attività più in generale e i flussi di portafoglio.

In questa analisi le percezioni di rischi al ribasso vengono ricavate dalle informazioni tratte dai prezzi delle opzioni, in particolare la differenza tra la volatilità implicita nelle opzioni put out-of-the-money (OTM) e call OTM aventi la stessa scadenza e lo stesso delta (ovvero la divergenza del prezzo a pronti rispetto al prezzo di esercizio)<sup>2</sup>. Un'opzione OTM ha un prezzo di esercizio distante dal prezzo di mercato corrente e dunque verrà esercitata solo se il movimento di prezzo del sottostante nell'arco della vita dell'opzione è sufficientemente ampio. Poiché i rendimenti azionari presentano di norma un'asimmetria negativa, ovvero l'eventualità di un loro brusco ribasso è più probabile di quella di un brusco rialzo, le opzioni put OTM hanno maggiore probabilità di essere esercitate rispetto alle call OTM. Di conseguenza, il loro prezzo (così come la loro volatilità implicita) sarà più elevato. Tale aspetto risulta accentuato allorché gli investitori si attendono forti perdite, e richiedono pertanto premi al rischio elevati a fronte del rischio di eventi estremi. La differenza fra le due volatilità implicite, pertanto, aumenta nelle fasi di tensione, quando i costi di copertura contro il rischio al ribasso sono particolarmente elevati (grafico A, diagramma di sinistra).

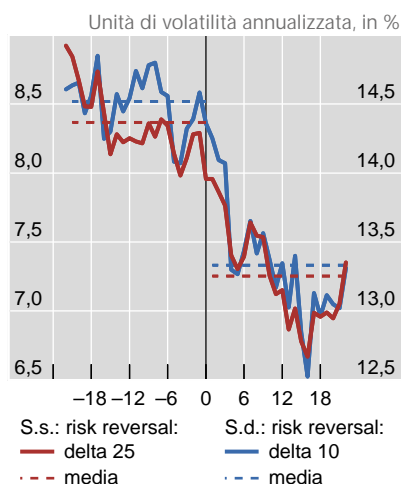
### Annunci della Fed e prezzo dei rischi di eventi estremi

Grafico A

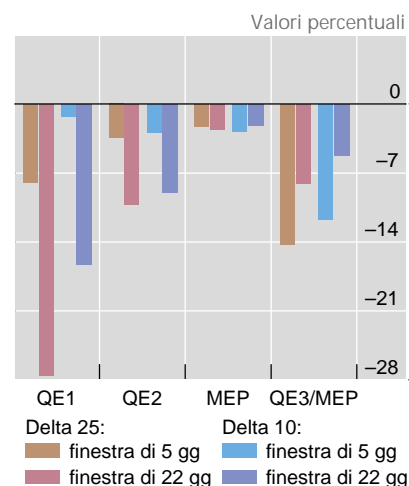
Risk reversal per l'indice S&P 500 e annunci della Fed<sup>1</sup>



Risposta media in prossimità degli annunci della Fed



Variazioni relative su 5 e 22 giorni nelle varie fasi di politica monetaria



<sup>1</sup> Le linee verticali indicano gli annunci della Fed sugli acquisti di titoli e sulle proprie intenzioni future ("forward guidance"), e i relativi discorsi. Prime due fasi del Large-Scale Asset Purchases della Fed (QE1 nel 2008-09 e QE2 nel 2010): 25 novembre 2008, 1° dicembre 2008, 16 dicembre 2008, 28 gennaio 2009, 18 marzo 2009, 10 agosto 2010, 27 agosto 2010, 21 settembre 2010, 15 ottobre 2010 e 3 novembre 2010; Maturity Extension Program (MEP, avviato nel settembre 2011): 9 agosto 2011, 21 settembre 2011, 25 gennaio 2012, 20 giugno 2012 e 1° agosto 2012; attuale programma di acquisti mensili illimitati di titoli del Tesoro e di mortgage-backed securities delle agenzie governative (QE3/MEP, avviato nel settembre 2012): 31 agosto 2012, 13 settembre 2012 e 12 dicembre 2012.

Fonti: Federal Reserve; Bloomberg; elaborazioni degli autori.

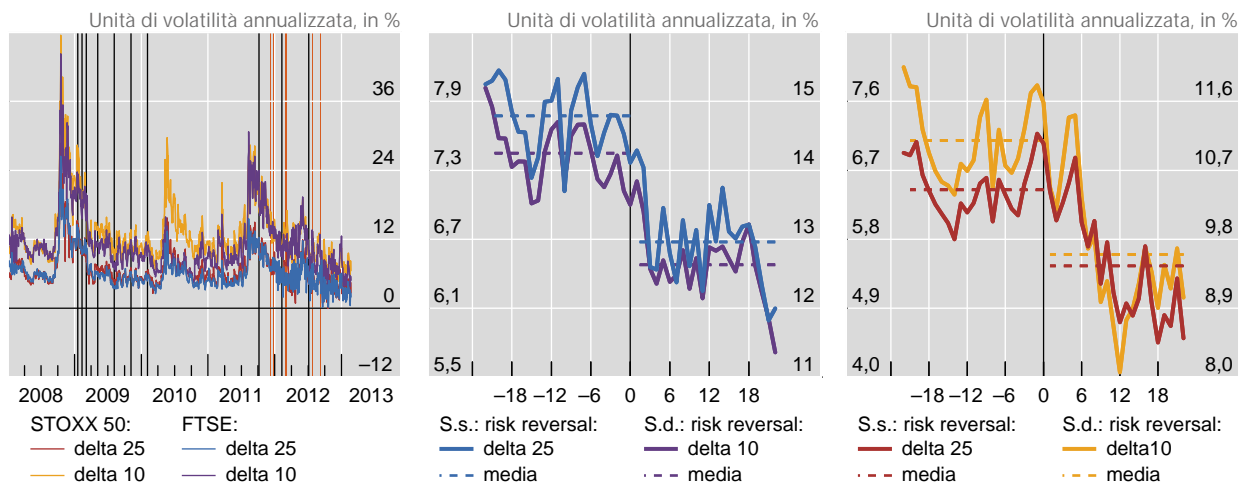
## Annunci della BoE e della BCE e prezzo dei rischi di eventi estremi

Grafico B

Risk reversal per gli indici FTSE 100 e DJ EURO STOXX 50 e annunci di BoE e BCE<sup>1</sup>

Risposta media in prossimità degli annunci della BoE

Risposta media in prossimità degli annunci della BCE



<sup>1</sup> Le linee verticali nere indicano gli annunci della BoE sugli acquisti di titoli e i relativi discorsi: 19 gennaio 2009, 11 febbraio 2009, 5 marzo 2009, 7 maggio 2009, 6 agosto 2009, 5 novembre 2009, 4 febbraio 2010, 6 ottobre 2011, 9 febbraio 2012 e 5 luglio 2012; le linee verticali rosse indicano gli annunci e i discorsi della BCE relativi alle ORTL a tre anni e alle ODM: 8 dicembre 2011, 21 dicembre 2011, 29 febbraio 2012, 26 luglio 2012 (primo giorno di negoziazione dopo l'annuncio della sera precedente) e 6 settembre 2012 (primo giorno di negoziazione dopo l'annuncio della sera precedente).

Fonti: BCE; Bank of England; Bloomberg; elaborazioni degli autori.

Di conseguenza, i risk reversal possono rappresentare un utile indicatore della percezione del rischio di un tracollo dei mercati azionari da parte degli operatori. Essi differiscono dall'indice VIX, comunemente utilizzato per valutare i timori degli investitori, che non registra specificamente i rischi al ribasso, essendo una misura simmetrica della volatilità attesa<sup>®</sup>.

Al fine di rilevare l'impatto delle politiche monetarie non convenzionali sui risk reversal, viene raffrontato il livello dei risk reversal nell'arco di un periodo di vari giorni di negoziazione prima e dopo i principali annunci in materia. Le misure del rischio di eventi estremi sono calate in media del 10 per cento in prossimità di 18 annunci della Federal Reserve (grafico A, diagramma centrale). Come mostra il grafico, a seguito degli annunci si verifica un calo immediato del rischio percepito. Tale effetto persiste per qualche tempo: i risk reversal risultano infatti mediamente più bassi sugli orizzonti di cinque giorni e superiori<sup>®</sup>.

Gli effetti sul rischio percepito sono stati più vigorosi durante la prima tornata di misure non convenzionali, e in particolare in prossimità degli annunci relativi al QE1 (grafico A, diagramma di destra). L'impatto degli annunci successivi riguardanti il QE2 o le prime fasi del Maturity Extension Program (MEP) è stato più modesto. Gli annunci della Fed paiono avere nuovamente ridotto il rischio percepito di eventi estremi nella fase attuale di QE3. Il ritrovato vigore dell'impatto degli annunci della Fed può essere compreso meglio nell'ambito di uno schema in cui gli acquisti della banca centrale sono in grado di offrire un'assicurazione contro gli eventi estremi, se accompagnati da una comunicazione chiara e dall'impegno a modulare gli interventi monetari in base all'evoluzione delle condizioni economiche<sup>®</sup>. Di conseguenza, l'impiego da parte della Fed di indicazioni prospettiche ("forward guidance") e della comunicazione di obiettivi in termini di occupazione per i programmi di acquisto titoli potrebbe aver accresciuto l'effetto del MEP e del QE3<sup>®</sup>.

Anche gli annunci effettuati da altre banche centrali potrebbero aver ridotto la percezione del rischio di eventi estremi. Le notizie relative all'acquisto di titoli della Bank of England (BoE) hanno avuto effetti simili in termini qualitativi (grafico B, diagramma centrale). La reazione più debole ai recenti annunci della BCE sembra indicare

differenze nella trasmissione delle politiche della BCE, in particolare le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni e le operazioni definitive monetarie (ODM), rispetto agli annunci di acquisti definitivi di titoli da parte della Fed e della BoE (grafico B, diagramma di destra).

<sup>①</sup> Cfr. ad esempio Olivier Blanchard, "(Nearly) nothing to fear but fear itself", *The Economist* 29 gennaio 2009; il discorso del Presidente della Fed Ben Bernanke al simposio di Jackson Hole, 31 agosto 2012; e BRI, *82ª Relazione annuale*, giugno 2012. <sup>②</sup> Il delta di un'opzione denota la sensibilità del premio alle variazioni di prezzo del sottostante. Le opzioni con delta più basso (ad esempio pari a 10) hanno un prezzo di esercizio più distante da quello corrente del sottostante e risultano quindi maggiormente OTM. <sup>③</sup> Per semplicità si riportano i valori assoluti dei risk reversal, per cui un valore più elevato corrisponde a un prezzo più elevato dell'assicurazione contro il rischio di collasso. <sup>④</sup> M. Hattori, A. Schimpf e V. Sushko, "The response of tail risk perceptions to quantitative easing", 2013, conducono un'analisi più dettagliata. Utilizzando il metodo bootstrap, gli autori riscontrano che le variazioni dei risk reversal in prossimità delle date degli annunci della Fed sono statisticamente significative e più accentuate rispetto a quelle delle semplici misure della volatilità. Essi considerano come variabili di controllo anche altri fattori che influenzano le percezioni del rischio utilizzando regressioni event study e analizzano l'impatto degli acquisti effettivi di titoli nel quadro di modelli autoregressivi vettoriali strutturali. <sup>⑤</sup> Cfr. M. Brunnermeier e Y. Sannikov, "Redistributive monetary policy", documento redatto per il simposio di Jackson Hole del 2012. <sup>⑥</sup> Il meccanismo potrebbe operare attraverso un miglioramento della posizione patrimoniale delle istituzioni finanziarie con vincoli in termini di value-at-risk (VaR), poiché gli acquisti della Fed incidono sul valore di mercato dei loro portafogli di strumenti a reddito fisso ed eventualmente altre attività. Una minore probabilità di violare i vincoli in termini di VaR potrebbe a sua volta determinare una rivalutazione dei rischi e un aumento della propensione al rischio, come mostra H.S. Shin, *Risk and liquidity*, Oxford University Press, 2010. Cfr. inoltre C. Borio e H. Zhou, "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism", *BIS Working Papers*, n. 268, dicembre 2008, per una descrizione della trasmissione della politica monetaria attraverso i bilanci e i differenziali di rischio degli intermediari finanziari.