

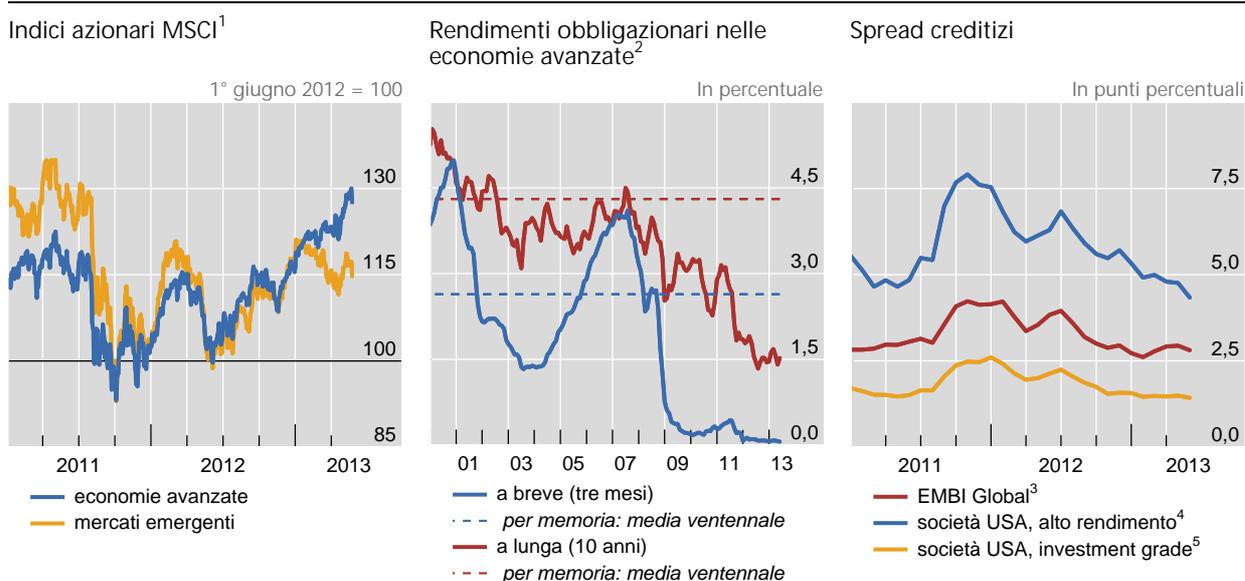
Mercati suggestionati dall'allentamento monetario¹

Le attività rischiose hanno proseguito la loro ascesa: l'ulteriore allentamento delle politiche monetarie ha fatto sì che gli operatori non dessero peso ai segnali di decelerazione della crescita mondiale. Nemmeno la serie di dati economici negativi pubblicati tra metà marzo e metà aprile ha interrotto il rialzo delle quotazioni azionarie nelle economie avanzate. I timori per la crescita hanno invece lasciato maggiormente il segno sui corsi delle materie prime, e anche le azioni dei mercati emergenti hanno continuato a evidenziare una performance relativamente peggiore (grafico 1, diagramma di sinistra). L'ulteriore distensione monetaria, cui ha fatto prontamente seguito un miglioramento delle prospettive statunitensi agli inizi di maggio, ha agito positivamente sul clima di mercato e spinto i principali indici azionari a nuovi massimi.

Le principali banche centrali hanno allentato ulteriormente l'orientamento delle politiche monetarie, già tanto accomodanti da aver spinto i rendimenti nominali ai minimi storici (grafico 1, diagramma centrale). Agli inizi di maggio la BCE ha abbassato il tasso di riferimento e la Federal Reserve ha fornito ulteriori indicazioni prospettiche ("forward guidance"), ribadendo al contempo l'impegno a proseguire gli acquisti di attività finanziarie. Il mese precedente la Bank of Japan aveva sorpreso i mercati con un nuovo ambizioso programma di allentamento monetario. L'annuncio aveva provocato brusche oscillazioni dei prezzi nel mercato dei titoli di Stato giapponesi, dove gli investitori avevano cominciato a soppesare gli effetti degli acquisti ufficiali sui rendimenti a fronte delle aspettative di un aumento futuro dell'inflazione.

La nuova fase di accomodamento monetario nelle principali aree valutarie ha contagiato i mercati finanziari di tutto il mondo. La prospettiva di bassi rendimenti nei principali mercati obbligazionari ha contribuito a spingere gli investitori alla ricerca di reddito verso le emissioni di paesi europei a più basso rating, di mercati emergenti e di imprese. Ciò ha determinato un'ulteriore riduzione degli spread, mentre si sono intensificate le emissioni nei segmenti più rischiosi del mercato obbligazionario (grafico 1, diagramma di destra). L'abbondante liquidità e la bassa volatilità hanno creato terreno fertile per l'assunzione di rischio e l'attività di carry trade.

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande possono essere rivolte ad Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), Masazumi Hattori (Masazumi.hattori@bis.org) e Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org). Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) e Jhuvesh Sobrun (jhuvesh.sobrun@bis.org).



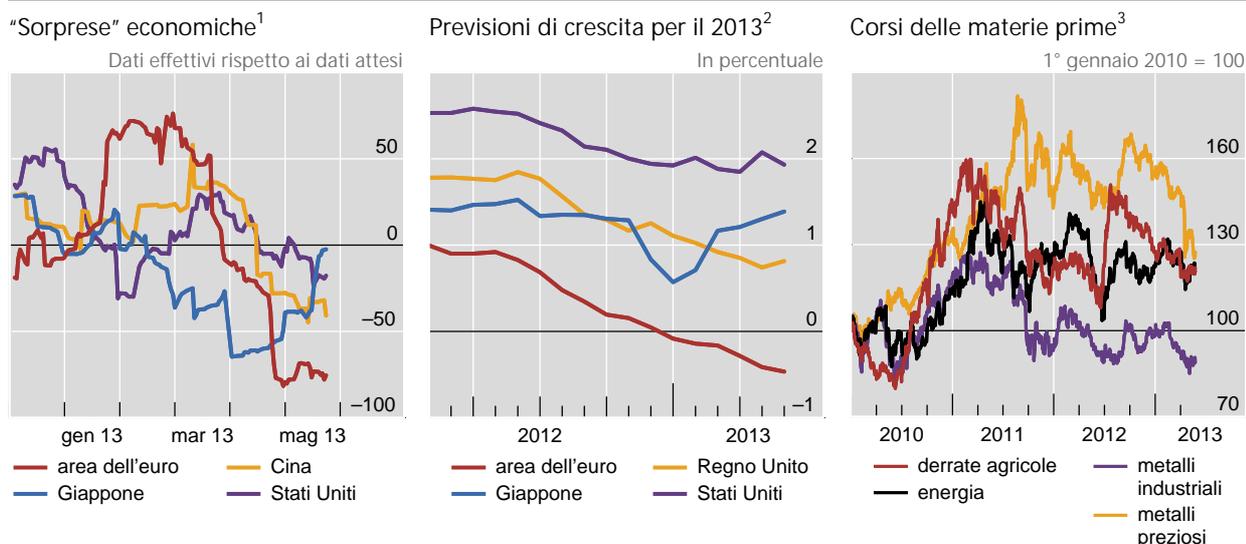
¹ Gli aggregati sono calcolati da MSCI. ² In base alle medie mensili dei tassi di rendimento nominali giornalieri; media di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Stripped spread per l'indice JPMorgan Chase EMBI Global Composite. ⁴ Option-adjusted spread per l'indice Bank of America Merrill Lynch US High Yield Master II. ⁵ Option-adjusted spread per l'indice Bank of America Merrill Lynch US Corporate Master.

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

Listini in rialzo malgrado l'incertezza sulla crescita mondiale

Dopo mesi di clima positivo nei mercati, a marzo una serie di sorprese negative ha indotto gli operatori a riconsiderare le prospettive dell'economia internazionale (grafico 2, diagramma di sinistra). I dati sull'occupazione statunitense nei settori non agricoli e altri indicatori hanno segnalato un generale rallentamento della maggiore economia mondiale. Negli anni passati un simile andamento dei dati USA aveva reso i mercati sensibili al minimo segno di decelerazione. Il calo degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) ha indotto gli operatori ad attendersi una protratta contrazione in Europa (grafico 2, diagramma centrale). Le indicazioni di un rallentamento dell'economia cinese, accompagnate da un declassamento del rating del paese, hanno ulteriormente acuito i timori per la crescita. Agli inizi di maggio queste apprensioni sono state messe in secondo piano dalle revisioni dei dati USA e da una serie di notizie positive, seguite nello stesso mese da segnali più contrastanti sulla crescita mondiale.

L'incertezza sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale ha pesato maggiormente sulle azioni dei mercati emergenti e sulle materie prime. Le quotazioni di queste ultime sono scese a fronte di dati macroeconomici perlopiù inferiori alle aspettative (grafico 2, diagramma di destra). L'indice generale delle materie prime ha perso il 7% in aprile e i prezzi del petrolio sono calati sotto i \$100 al barile per la prima volta da un anno. Il rame ha trainato la flessione dei corsi dei metalli industriali, mentre tra i metalli preziosi l'oro ha segnato il maggior ribasso su due giorni degli ultimi trenta anni. I rinnovati timori per la crescita hanno inoltre causato una temporanea correzione in alcuni segmenti del mercato azionario. Da

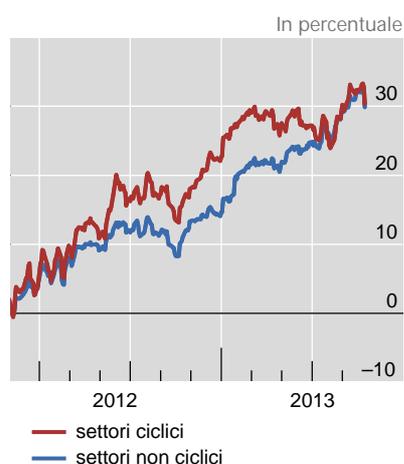


¹ Gli indici delle sorprese economiche Citigroup Economic Surprise Indices sono definiti come somma ponderata dei dati non corrispondenti alle attese (dati effettivi rispetto alla mediana delle indagini di Bloomberg). Un valore positivo indica che i dati economici pubblicati hanno nel complesso superato le previsioni prevalenti. Gli indici sono calcolati giornalmente su una finestra mobile di tre mesi. ² Previsioni di consenso sulla crescita del PIL nel 2013 formulate a diverse date negli anni indicati sull'asse delle ascisse. ³ Indici S&P Goldman Sachs Commodity Indices (GSCI).

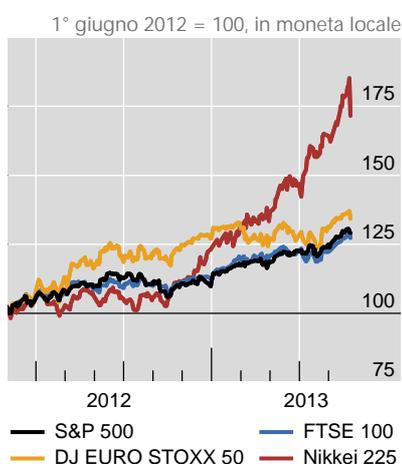
Fonti: Bloomberg; Citigroup; Consensus Economics; Datastream.

metà marzo a metà aprile le azioni dei settori ciclici, i cui utili tendono a reagire maggiormente al ciclo economico, hanno registrato una performance inferiore a quelle dei settori non ciclici (grafico 3, diagramma di sinistra). Queste ultime offrono di norma un flusso di dividendi stabile particolarmente apprezzato da numerosi investitori in presenza di bassi rendimenti e di crescita incerta.

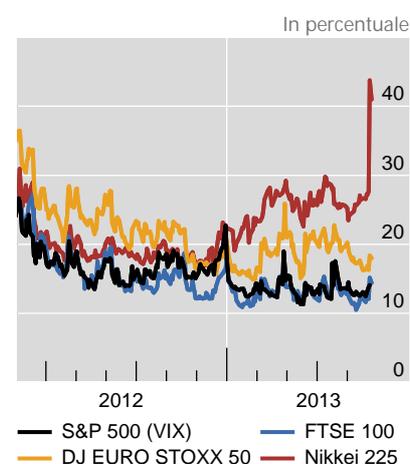
Rapidamente i mercati azionari sono tuttavia parsi trascurare il clima di incertezza, e i rialzi sono ripresi, nell'attesa che i deboli fondamentali avrebbero indotto le autorità a un'ulteriore distensione delle politiche monetarie. L'indice S&P500 ha messo a segno diversi massimi storici in rapida successione, prima l'11 aprile e poi nuovamente nell'intero mese di maggio. Analogamente, le borse europee hanno evidenziato una buona tenuta nonostante le notizie economiche negative e l'incertezza politica (grafico 3, diagramma centrale). Durante tutto questo periodo è proseguita l'inesorabile ascesa del mercato azionario giapponese, alimentata dalla prospettiva di una massiccia azione di stimolo monetario. I rapidi guadagni registrati hanno tuttavia reso le valutazioni vulnerabili ai mutamenti del clima di mercato, come dimostrato dal crollo del 7% accusato il 23 maggio a seguito di un deludente PMI per il settore manifatturiero cinese e della possibilità di un rallentamento degli acquisti di attività finanziarie da parte della Federal Reserve. Gli indici azionari europei hanno perso lo stesso giorno il 2-3%. In questo contesto, la volatilità in numerosi mercati è rimasta contenuta, considerato l'ampio novero di possibili scenari per le politiche monetarie e i fondamentali in diverse parti del mondo (grafico 3, diagramma di destra).

Andamento dei corsi azionari settoriali¹

Indici azionari principali



Volatilità implicita



¹ Variazioni cumulate della capitalizzazione di mercato dal 1° 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.

Fonte: Bloomberg.

Riflettori puntati sulla politica monetaria

Le banche centrali hanno reso ancora più espansive le politiche monetarie, già accomodanti. In aprile la Bank of Japan (BOJ) ha delineato il nuovo programma di allentamento monetario e in maggio la BCE ha abbassato il tasso di riferimento allo 0,5%, mentre la Federal Reserve ha rassicurato i mercati circa l'intenzione di proseguire gli acquisti di attività finanziarie e mantenere basso il tasso sui federal fund. L'orientamento monetario nel Regno Unito e in Svizzera è rimasto invariato. In parte in reazione alla distensione delle politiche monetarie nelle principali aree valutarie, diversi paesi hanno successivamente ridotto i tassi ufficiali, tra cui Australia, Corea, Danimarca, India, Israele, Messico, Polonia e Turchia.

Il cambiamento della politica monetaria giapponese ha catturato l'attenzione dei mercati finanziari nel periodo in rassegna. Il 4 aprile la BOJ ha annunciato un nuovo assetto operativo volto a innalzare l'inflazione al 2% nell'arco di circa due anni (cfr. riquadro 1). Subito dopo l'annuncio le quotazioni azionarie sono salite e lo yen si è deprezzato. Al contempo, il prezzo dei titoli di Stato giapponesi (JGB) è divenuto estremamente volatile: gli investitori hanno infatti dovuto valutare le conseguenze dell'entità imprevista dei futuri acquisti di JGB sui diversi segmenti della curva dei rendimenti. Il 5 aprile il rendimento del titolo decennale di riferimento è sceso a un minimo di 32 punti base, per poi raddoppiare di livello in una singola giornata di contrattazione. Il brusco aumento della volatilità dei JGB ha rispecchiato la considerevole incertezza sul futuro impatto del nuovo programma di politica monetaria, accentuata da una riduzione della liquidità di mercato. Alla luce di ciò, la BOJ ha effettuato operazioni di finanziamento a un anno volte a fornire agli operatori una fonte di provvista stabile per l'assunzione di rischio, ha rafforzato la comunicazione con questi ultimi e ha rivisto le modalità di conduzione delle sue

operazioni di acquisto di JGB. Questi provvedimenti hanno contribuito a ridurre la volatilità nel mercato dei titoli di Stato giapponese, almeno temporaneamente (grafico 4, diagramma di sinistra).

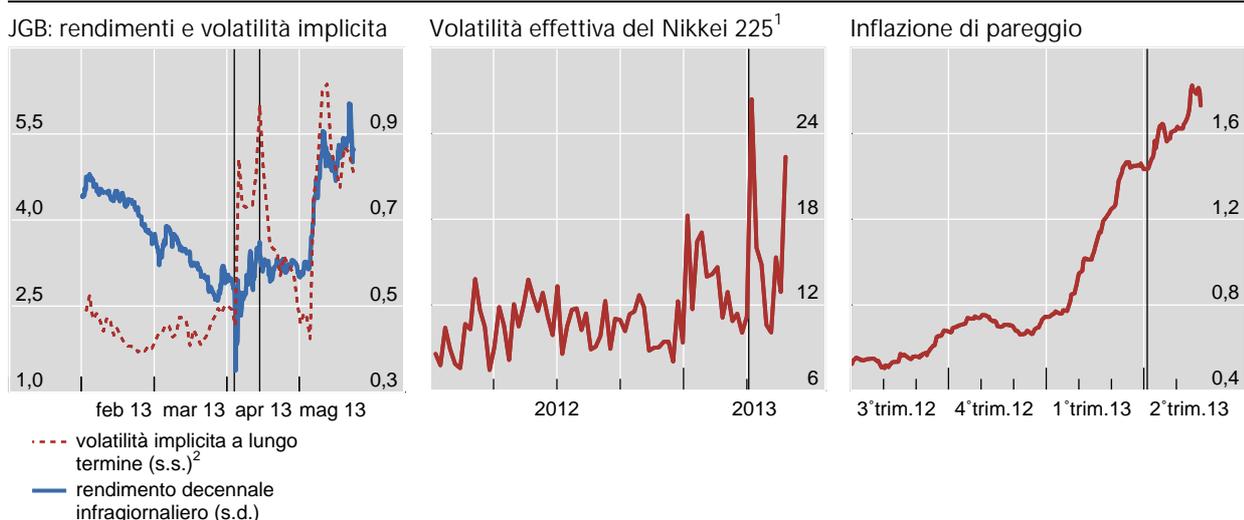
Il nuovo approccio di politica monetaria ha impresso slancio alle quotazioni delle azioni giapponesi e fatto balzare la volatilità dell'indice Nikkei 225 (grafico 4, diagramma centrale). Stando ai dati forniti dalla borsa di Tokyo, i rialzi dei corsi azionari dopo l'annuncio del cambiamento rispecchiavano soprattutto pressioni in acquisto dall'estero. Gli stessi dati indicavano che gli investitori locali hanno effettuato vendite nette al fine di monetizzare i profitti o di ridurre le perdite. In passato gli afflussi netti di capitali nel mercato azionario giapponese avevano coinciso con episodi di deprezzamento dello yen. Questa volta l'effetto degli afflussi sul valore dello yen è stato probabilmente più che compensato dalle operazioni di copertura delle esposizioni valutarie o di speculazione da parte degli investitori nel mercato dei derivati.

Da metà maggio i mercati dei JGB hanno attraversato una nuova fase di elevata volatilità. I rendimenti sono bruscamente aumentati quando le rinnovate pressioni in vendita da parte degli investitori privati si sono scontrate con i ridotti volumi di contrattazione (grafico 4, diagramma di sinistra). Dopo il cambiamento di politica monetaria l'inflazione attesa desunta dalle quotazioni obbligazionarie, calcolata come differenziale di rendimento tra i JGB nominali e quelli indicizzati all'inflazione con analoga vita residua, ha iniziato a salire (grafico 4, diagramma di destra). La prudenza degli investitori sul potenziale rischio di inflazione e sulla volatilità aveva ridotto l'attività di negoziazione nei mercati dei JGB. In questo contesto, il rialzo dei corsi azionari giapponesi sulla scia del calo dello yen al di sotto dell'importante soglia psicologica di 100 yen per un dollaro USA ha rafforzato le aspettative di ulteriori deflussi dal mercato dei JGB a quello azionario.

Impatto sui mercati dell'annuncio della Bank of Japan

In percentuale

Grafico 4



Le linee verticali indicano gli annunci effettuati dalla BoJ riguardo al nuovo approccio di politica monetaria (4 aprile 2013, tutti i diagrammi) e alla revisione dell'Outline of Outright Purchases of Japanese Government Bonds, che rispecchiava il dibattito tenuto in occasione degli incontri con gli operatori di mercato (18 aprile 2013, diagramma di sinistra).

¹ Medie settimanali; volatilità effettiva (annua) stimata in base ai dati ad alta frequenza sui rendimenti a intervalli di cinque minuti. ² Volatilità implicita nei contratti di opzione relativi ai futures sui JGB a lungo termine.

Fonti: Bloomberg; Oxford-Man Institute; elaborazioni BRI.

I mercati hanno seguito attentamente anche la politica monetaria statunitense, concentrandosi sugli acquisti di attività finanziarie e sulla possibile durata del periodo di tassi prossimi allo zero. Le dichiarazioni pubbliche in cui esponenti della Federal Reserve valutavano i tempi di una riduzione graduale degli acquisti di titoli hanno a più riprese provocato nervosismo sui mercati, a indicare fino a che punto il clima di mercato dipendesse dall'allentamento monetario. Il 1° maggio il Federal Open Market Committee (FOMC) ha ribadito l'intenzione di continuare gli acquisti di titoli del Tesoro e di mortgage-backed securities di agenzie federali e di mantenere il tasso sui federal fund allo 0-0,25% fino a che non si verifichi un significativo miglioramento delle prospettive del mercato del lavoro. Nonostante il rafforzamento della spesa delle famiglie, degli investimenti delle imprese e dei mercati delle abitazioni, il FOMC riteneva che la politica di bilancio stesse contenendo la crescita economica. In seguito all'annuncio, la curva dei futures sui federal fund si è ulteriormente appiattita, indicando l'aspettativa che il tasso sui federal fund uscisse dall'intervallo attuale entro marzo del 2015 (grafico 5, diagramma di sinistra). Con l'arrivo di dati migliori del previsto sul mercato del lavoro, questo effetto era rientrato a fine maggio.

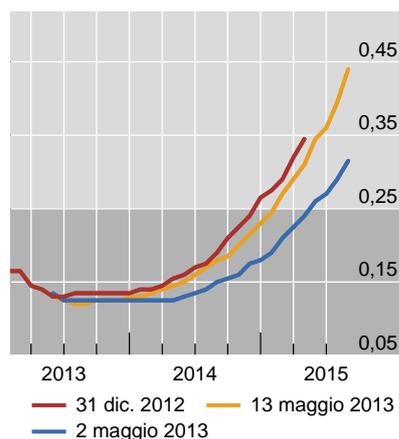
Le indicazioni prospettiche e gli acquisti di titoli del Tesoro hanno continuato a contribuire al livello insolitamente basso dei tassi a lungo termine statunitensi. La scomposizione dei rendimenti nominali a 10 anni mostra che il calo dei tassi di interesse a lungo termine può essere attribuito in gran parte a una flessione del premio a termine, ossia della remunerazione per il rischio connesso alla detenzione di attività a lunga duration (grafico 5, diagramma centrale). L'inflazione attesa e i tassi reali a breve termine attesi sull'orizzonte decennale sono rimasti stabili. Sotto l'effetto delle politiche non convenzionali e della fuga verso la qualità, il premio a

Aspettative sulle decisioni di politica monetaria e rendimenti obbligazionari

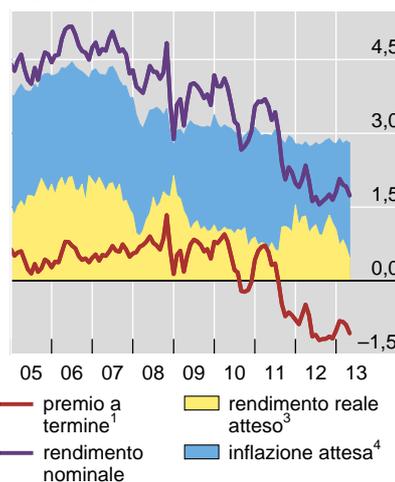
In percentuale

Grafico 5

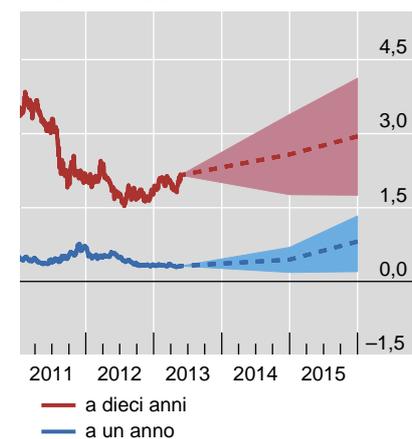
Curva dei futures sui federal fund



Scomposizione del rendimento USA a dieci anni¹



Proiezioni relative alla curva dei rendimenti USA²



¹ 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. 131, 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. ² Le proiezioni centrali si basano sui tassi a termine, quelle superiori e inferiori sono invece ricavate dalle volatilità implicite nelle swaption. ³ Rendimento reale medio atteso nell'arco della vita dell'obbligazione. ⁴ Inflazione media attesa nell'arco della vita dell'obbligazione.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

termine è sceso da circa +60 a -90 punti base da metà 2011. In prospettiva, il premio a termine negativo potrebbe accentuare l'impatto del rialzo dei tassi di interesse sulle quotazioni obbligazionarie in una fase in cui le disponibilità ufficiali di titoli del Tesoro USA negoziabili sono ai massimi storici.

I titoli del Tesoro USA a lungo termine hanno registrato nuove variazioni di prezzo agli inizi di maggio, di fronte al miglioramento dei dati sul mercato del lavoro USA. I rendimenti decennali statunitensi hanno segnato un'impennata di circa 40 punti base tra il 2 e il 22 maggio, causando minusvalenze di circa il 3,5% per i loro detentori. Le aspettative desunte dai tassi a termine osservati a metà maggio indicavano che il rendimento del titolo decennale si sarebbe avvicinato al 3% entro fine 2015, mentre per le scadenze a breve restavano ancorate dalla forward guidance (grafico 5, diagramma di destra). Di conseguenza, era atteso un ulteriore aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti nel breve periodo.

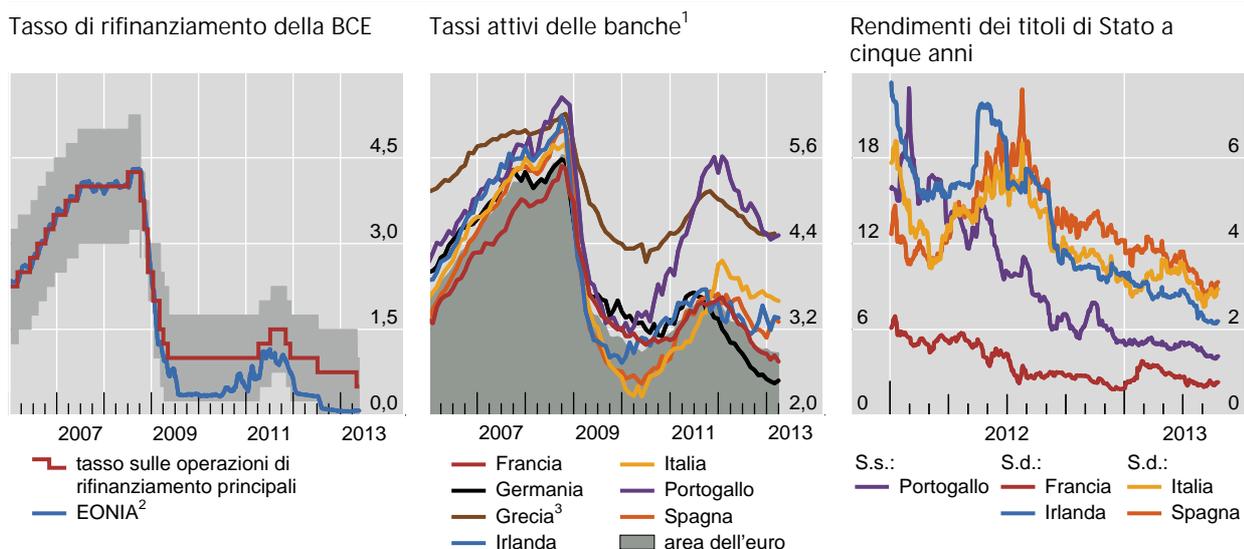
Il 2 maggio, giorno dopo l'annuncio della Federal Reserve, la BCE ha ridotto il tasso di riferimento di 25 punti base, allo 0,50%, dopo averlo mantenuto invariato per 10 mesi (grafico 6, diagramma di sinistra). Il taglio dei tassi era già stato pressoché interamente scontato dal mercato, alla luce della debole crescita e dell'inflazione contenuta. A fronte di cinque trimestri consecutivi di calo del prodotto nell'area dell'euro, l'inflazione annua dei prezzi al consumo era scesa all'1,2% in aprile. Il Consiglio direttivo si è altresì impegnato a mantenere il meccanismo delle aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento finché ciò sarà necessario a evitare che una carenza di liquidità inibisca l'espansione del credito, e almeno fino a metà 2014.

La frammentazione dei mercati del credito tra i diversi paesi dell'area dell'euro è stata un fattore importante alla base dell'azione della BCE. Sebbene la dispersione delle condizioni di finanziamento tra le banche dell'area sia diminuita dal 2012, la

Condizioni finanziarie in Europa

In percentuale

Grafico 6



¹ Tassi compositi sui nuovi prestiti di tutte le scadenze e dimensioni concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e alle società non finanziarie; medie non ponderate. ² Media mobile di 30 giorni. ³ Per la Grecia, tasso composito sugli importi in essere dei prestiti di tutte le scadenze e dimensioni concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e alle società non finanziarie; medie non ponderate.

Fonti: BCE; Markit; elaborazioni BRI.

banca centrale ha ritenuto che la trasmissione dei tassi ufficiali a quelli sui prestiti bancari non funzionasse ancora correttamente in alcuni mercati. I costi dei mutui alle famiglie e dei prestiti alle società non finanziarie in Italia, Spagna e nei paesi periferici più piccoli rimanevano nettamente superiori a quelli applicati dalle banche in Germania e Francia (grafico 6, diagramma centrale). L'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indicava inoltre un ulteriore irrigidimento, seppure più contenuto, dei criteri di fido nella periferia dell'area, e l'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese segnalava un elevato tasso di respingimento delle richieste di credito. Questi sviluppi hanno spinto la BCE a consultarsi con la Banca europea per gli investimenti sulle soluzioni percorribili per promuovere il mercato degli asset-backed securities (ABS) garantiti da prestiti a imprese non finanziarie.

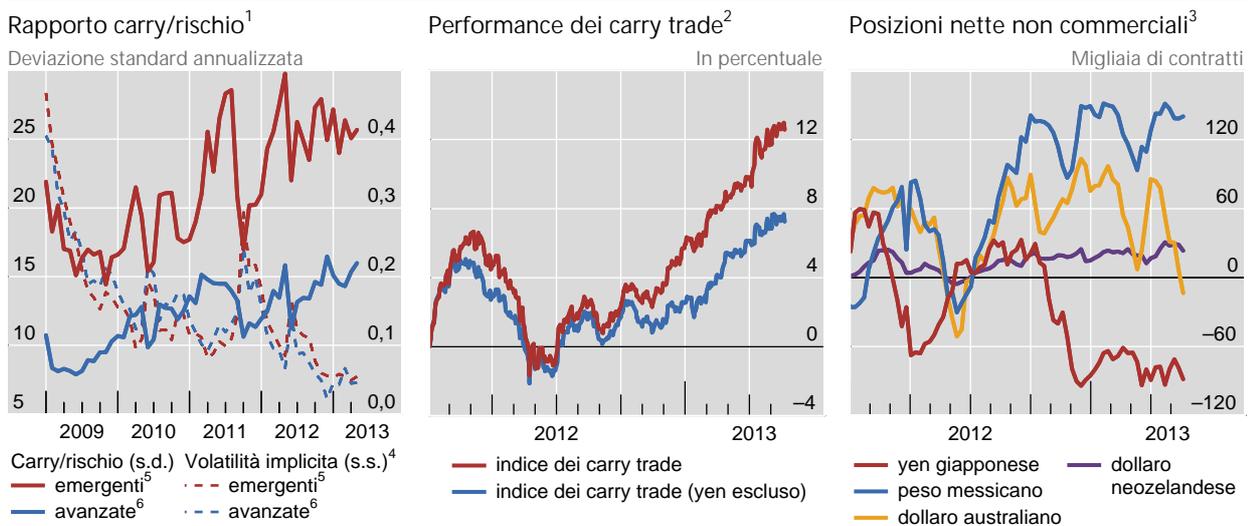
Ripercussioni per i mercati obbligazionari e valutari globali

La nuova fase di espansione monetaria nelle principali aree valutarie ha condizionato l'andamento dei mercati finanziari in tutto il mondo.

Il sostegno della banca centrale ha spinto al rialzo i mercati in tutta l'area dell'euro. Le quotazioni hanno dato prova di buona tenuta di fronte al flusso di notizie negative che è parso allontanare ulteriormente la prospettiva di una ripresa economica. I corsi azionari nell'area dell'euro sono risaliti fino al massimo di gennaio, il livello più elevato dall'agosto 2011. I rendimenti dei titoli di Stato hanno continuato a calare; nel caso di Spagna e Italia, i rendimenti sono scesi sotto il 3% per le scadenze quinquennali e le aste di titoli del Tesoro hanno avuto esito positivo (grafico 6, diagramma di destra). Gli spread dei CDS sulle obbligazioni societarie europee sono parimenti diminuiti, nonostante i dati macroeconomici inferiori alle aspettative. In questo contesto favorevole, gli effetti di contagio della crisi finanziaria di Cipro sugli altri mercati sono stati sorprendentemente limitati (cfr. riquadro 2).

I mercati obbligazionari europei hanno beneficiato anche dell'allentamento monetario nel resto del mondo. La prospettiva di una compressione dei rendimenti nell'ambito del nuovo assetto di politica monetaria in Giappone ha alimentato le aspettative che gli investitori giapponesi alla ricerca di rendimento si sarebbero presto o tardi riversati su sostituti prossimi dei JGB. Le maggiori variazioni di prezzo si sono osservate per i titoli di Stato europei ad alto rating con rendimento superiore ai Bund tedeschi. In particolare, il differenziale di rendimento delle obbligazioni pubbliche decennali francesi e belghe rispetto al Bund si è ridotto di circa 20 punti base nell'arco di alcuni giorni dall'annuncio della BOJ.

Il rinnovato stimolo monetario e l'abbondante liquidità nelle aree valutarie delle divise di riserva hanno inoltre contribuito ad alimentare l'attività speculativa nei mercati dei cambi. Una delle strategie favorite è stata il carry trade, con la quale si assumono posizioni in valute a più alto rendimento, finanziandole con posizioni in valute con rendimenti più bassi. Il rapporto carry/rischio, una misura ex ante del rendimento corretto per il rischio degli investimenti denominati in valuta estera, è risultato elevato negli ultimi mesi, in particolare per diverse divise dei mercati emergenti (grafico 7, diagramma di sinistra). I differenziali di interesse globali ("carry"), pur essendosi ridotti rispetto al periodo 2003-07, rimangono relativamente elevati. Il persistere di tali differenziali, unitamente alla bassa volatilità dei tassi di



¹ Il rapporto carry/rischio è una misura dell'attrattiva ex ante dei carry trade valutari; si calcola come differenziale di tasso di interesse (ricavato dallo sconto a termine), diviso per la volatilità implicita dei cambi. Il grafico mostra la media dei rapporti carry/rischio per alcune coppie valutarie delle economie avanzate e dei mercati emergenti. ² Variazione cumulata dal 1° gennaio 2012. Performance di un indice di carry trade multivaluta in cui le posizioni lunghe nelle valute a più alto rendimento sono finanziate da posizioni corte nelle valute a più basso rendimento. L'indice è costruito secondo un approccio di ricomposizione periodica basata sulla graduatoria delle valute stilata con riferimento al differenziale di interesse rispetto al dollaro ("portfolio sorting"); cfr. J. Gyntelberg e A. Schrimpf, "Le strategie valutarie in periodi di tensione finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2011 (testo integrale disponibile solo in inglese). L'universo di investimento è formato da 30 valute di economie avanzate e mercati emergenti (linea rossa), e dalla stessa serie di valute escluso lo yen (linea blu). ³ Un valore positivo (negativo) corrisponde a posizioni lunghe (corte) nette. ⁴ Volatilità implicita nelle opzioni valutarie a un mese. ⁵ Media semplice dei rapporti carry/rischio per Brasile, Cile, Corea, Filippine, Israele, Messico, Polonia, Sudafrica, Thailandia e Turchia. ⁶ Media semplice dei rapporti carry/rischio per Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda e Regno Unito.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Commodity Futures Trading Commission statunitense; elaborazioni BRI.

cambio, ha rafforzato l'attrattiva dei carry trade da metà 2012, soprattutto per gli investitori ad alto grado di leva (grafico 7, diagramma centrale).

Lo yen giapponese ha riacquisito attrattiva come valuta di finanziamento, considerata la sua recente tendenza al deprezzamento. Anche in previsione di un'azione di policy, il calo del valore esterno dello yen era già diventato un tema centrale nei mercati valutarie a partire dalla fine dello scorso anno. Dopo che la BOJ ha reso noti i dettagli del nuovo assetto di politica monetaria, lo yen è andato ulteriormente deprezzandosi di circa il 10% nei confronti del dollaro USA sino a fine maggio (grafico 8, diagramma di sinistra). Per contro, alcune divise dei mercati emergenti considerate interessanti come valute di investimento, quali il peso messicano, si sono notevolmente apprezzate nei confronti della moneta statunitense (grafico 8, diagramma di destra). In linea con questi incentivi, i dati sulle posizioni forniti dalle borse di futures hanno evidenziato un ingente accumulo di posizioni corte speculative sullo yen, nonché ampie posizioni lunghe sulle valute liquide a più alto rendimento (grafico 7, diagramma di destra). Si è altresì osservato un aumento delle posizioni lunghe sul dollaro australiano e su quello neozelandese; tuttavia, queste divise non hanno registrato le stesse pressioni rialziste negli ultimi mesi e, nel caso dell'Australia, le posizioni lunghe sono state recentemente chiuse in seguito alla riduzione dei tassi da parte della Reserve Bank of Australia agli inizi di maggio.

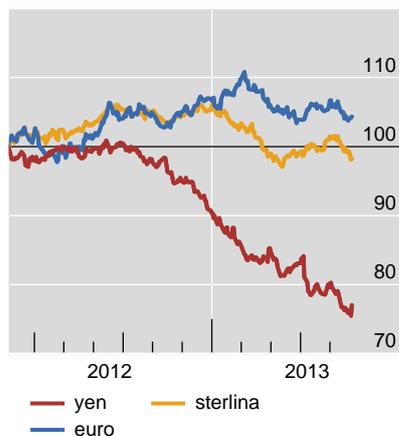
Oltre a Stati Uniti, area dell'euro e Giappone, numerosi altri paesi hanno abbassato i tassi ufficiali di fronte all'indebolimento della crescita e al calo dell'inflazione, nonché per contenere le spinte all'apprezzamento. La principale

Tassi di cambio bilaterali nominali rispetto al dollaro USA¹

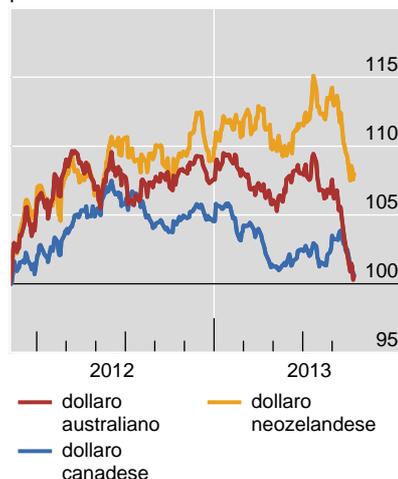
Dollari USA per unità di moneta locale; 1° giugno 2012 = 100

Grafico 8

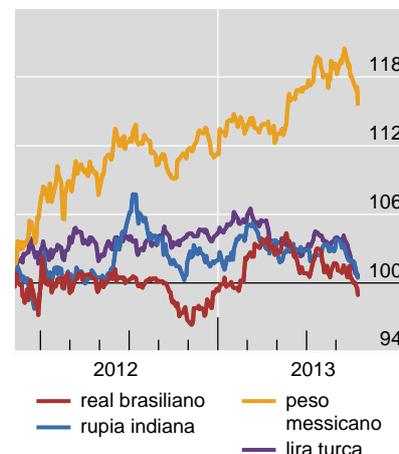
Valute principali



Valute degli esportatori di materie prime



Valute dei paesi emergenti



¹ Un aumento indica un apprezzamento della moneta locale.

Fonte: Bloomberg.

eccezione al riguardo è stato il Brasile, dove un aumento dell'inflazione ha spinto la banca centrale a innalzare il 17 aprile il tasso Selic di 25 punti base, al 7,5%, per la prima volta in due anni. Altrove le banche centrali hanno perlopiù allentato le condizioni monetarie. Il 7 maggio la Reserve Bank of Australia ha abbassato il tasso ufficiale al 2,75%, con una riduzione di 25 punti base in parte motivata dal vigore della valuta. A seguito della riduzione, il dollaro australiano ha perso notevole terreno nei confronti del dollaro statunitense (grafico 8, diagramma centrale). Le pressioni al rialzo sul dollaro neozelandese hanno spinto la Reserve Bank of New Zealand a intervenire nel mercato dei cambi. Le banche centrali di Messico e Corea hanno ridotto i tassi ufficiali di 50 e 25 punti base rispettivamente in marzo e aprile. Anche nel loro caso l'andamento dei tassi di cambio è stato esplicitamente addotto come una delle motivazioni alla base dell'intervento. In aprile e maggio la banca centrale turca ha perseguito una duplice strategia di riduzione del tasso di riferimento a due riprese al 4,5% per contenere gli afflussi speculativi e le pressioni all'apprezzamento della valuta, e di contestuale innalzamento del coefficiente di riserva obbligatoria per frenare l'espansione del credito interno. La Reserve Bank of India ha effettuato il terzo taglio consecutivo di 25 punti base del tasso ufficiale, portandolo al 7,25%, adducendo a motivazione l'indebolimento delle dinamiche di crescita, piuttosto che l'apprezzamento della valuta.

L'allentamento monetario in Giappone

Il 4 aprile la Bank of Japan (BoJ) ha reso noto un nuovo approccio di politica monetaria che punta a mettere fine alla deflazione, il QQE (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, allentamento monetario quantitativo e qualitativo).

Il nuovo approccio modifica l'obiettivo operativo della banca centrale dal tasso overnight alla base monetaria e mette l'accento sull'importanza della comunicazione. A questo riguardo attribuisce un ruolo chiave, per maggiore chiarezza e semplicità, al numero 2: definisce un obiettivo di stabilità dei prezzi del 2% da raggiungere il prima possibile, con un orizzonte di due anni circa; prevede il raddoppio in due anni della base monetaria, nonché dei titoli di Stato giapponesi (JGB) e degli exchange-traded fund (ETF) detenuti dalla banca centrale, con un aumento più che doppio della scadenza media del portafoglio di JGB.

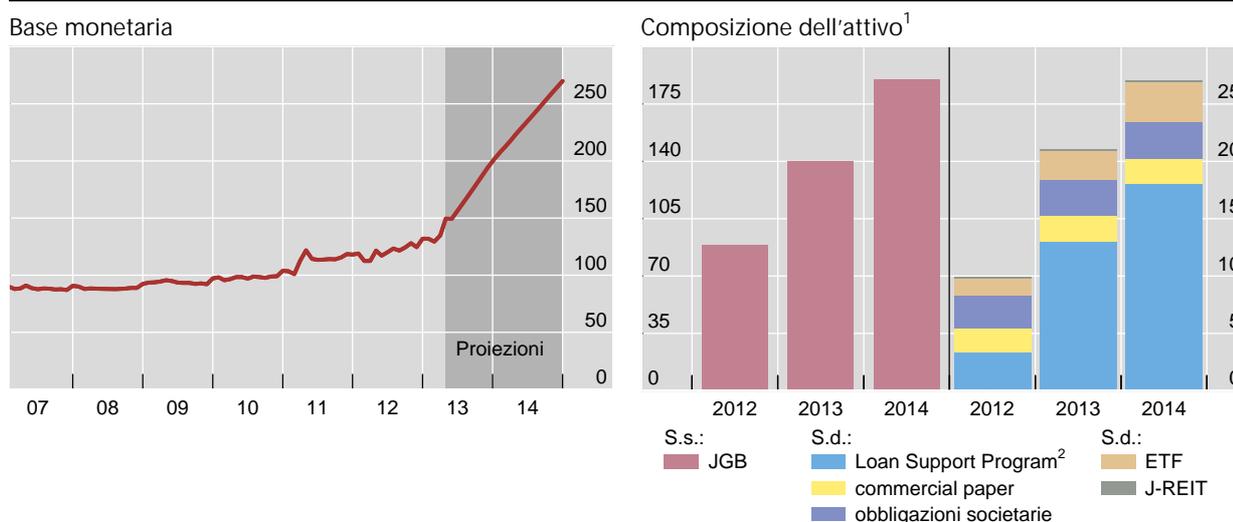
La banca centrale giapponese intende incrementare la base monetaria di ¥60-70 trilioni l'anno, arrivando a ¥270 trilioni entro la fine del 2014, quasi il 60% del PIL nominale. Si prefigge inoltre di comprimere i tassi di interesse lungo tutta la curva dei rendimenti espandendo il portafoglio di titoli di Stato giapponesi di ¥50 trilioni l'anno ed estendendone la scadenza residua media dal livello attuale (poco meno di tre anni) a circa sette anni. La BoJ accrescerà anche il portafoglio di attività rischiose acquistando ogni anno ETF per ¥1 trilione e fondi immobiliari quotati giapponesi (J-REIT) per ¥30 miliardi (grafico A). Stando alla banca centrale, gli aspetti "qualitativi" dell'allentamento monetario si riferiscono agli effetti dell'estensione della scadenza media, che dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sull'intera curva dei rendimenti, e alla prevista compressione dei premi di rischio sulle attività rischiose.

Il nuovo approccio opererà, secondo le intenzioni, attraverso tre canali. Prima di tutto, acquistando attività finanziarie la BoJ si attende un abbassamento dei tassi di interesse lungo tutta la curva dei rendimenti e una riduzione dei premi di rischio sulle attività rischiose (canale del tasso di interesse). In secondo luogo, si aspetta che questi cambiamenti incoraggino le istituzioni finanziarie e gli investitori istituzionali a ribilanciare i loro portafogli incrementando la quantità di prestiti e/o attività rischiose (effetto di ribilanciamento dei portafogli). Infine, come sottolineato con forza dalla BoJ, il nuovo approccio rappresenta un impegno chiaro a raggiungere il prima possibile l'obiettivo di stabilità dei prezzi e a proseguire a tal fine il programma di acquisti di titoli su larga scala, allo scopo di riorientare in modo decisivo le aspettative degli operatori economici (canale delle aspettative), innalzando le aspettative di inflazione e inducendo quindi un decremento dei tassi di interesse reali.

Il bilancio della Bank of Japan

In trilioni di yen

Grafico A



Fonti: Bank of Japan; Bloomberg.

Le reazioni dei mercati alla crisi bancaria cipriota

In marzo l'insolvenza delle due più importanti banche di Cipro ha impresso un'accelerazione ai negoziati delle autorità dell'isola con l'Europa per ottenere assistenza finanziaria. I due istituti, che facevano largo affidamento su depositi dall'estero, erano incorsi in pesanti perdite sui portafogli di titoli di Stato greci e sui prestiti per l'acquisto di immobili commerciali e residenziali concessi a mutuatari greci e ciprioti. Insieme, i depositi presso Bank of Cyprus e Banca popolare di Cipro (Laiki) ammontavano a €45,5 miliardi, cui si aggiungevano €0,1 miliardi di debito senior e €0,5 miliardi di debito subordinato convertibile. La versione finale del piano di salvataggio ha decretato la ristrutturazione di Bank of Cyprus e la liquidazione di Laiki, con il 100% delle perdite a carico di azionisti e obbligazionisti, nonché dei depositi non garantiti al di sopra dei €100 000. Le misure sono state accompagnate da una chiusura di dieci giorni delle banche a Cipro, seguita da restrizioni ai prelievi e controlli di capitale.

Il tormentato processo che ha condotto alla definizione delle condizioni del salvataggio ha indotto negli operatori di mercato la percezione che la risoluzione delle crisi bancarie nell'area dell'euro avrebbe potuto comportare una maggiore condivisione degli oneri rispetto al passato. La formulazione iniziale del piano del 16 marzo e la volontà dei leader politici di imporre un "prelievo di stabilità" una tantum del 6,75% sui depositi *garantiti* hanno provocato considerevoli tensioni, poi stemperate con il raggiungimento, il 25 marzo, di un accordo su un piano di salvataggio modificato che risparmiava i piccoli depositi. Tra queste due date, l'indice dei titoli bancari Stoxx Europe 600 ha perso il 7,6% e solo la chiusura delle banche ha permesso di arrestare la fuga dei depositi da Cipro, che da gennaio aveva portato all'estero €3,9 miliardi (l'8% dei depositi).

L'effetto di contagio del salvataggio bancario cipriota è stato tuttavia contenuto e le condizioni di liquidità nei mercati sono rimaste stabili. Le banche in tutti i paesi dell'area dell'euro tranne Cipro hanno registrato in marzo afflussi di depositi per un totale di €85 miliardi. Si è verificata una modesta rivalutazione del debito bancario, con i rendimenti degli indici obbligazionari delle banche dell'area dell'euro in leggero aumento, sia per i titoli subordinati che per quelli senior. Più significativo è stato invece l'allargamento dei corrispondenti spread sui CDS, probabile segnale di una maggiore sensibilità al rischio degli operatori nei mercati dei derivati. Sebbene la speculazione sugli Stati sovrani potenzialmente vulnerabili abbia spinto quasi al 7% i rendimenti dei titoli di Stato decennali della Slovenia, le pressioni di mercato sugli altri paesi periferici dell'area dell'euro sono state modeste.

Diversi fattori possono aver contribuito a questa reazione abbastanza morbida da parte dei mercati. Il primo è che gli operatori hanno probabilmente considerato la crisi cipriota e il relativo salvataggio bancario come casi unici e di dimensioni limitate. Al tempo stesso, le percezioni del rischio di eventi estremi sono rimaste contenute, grazie al persistente allentamento monetario e alle misure di sostegno, come le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine della BCE e la disponibilità di quest'ultima ad acquistare titoli di Stato, se necessario, attraverso lo strumento delle operazioni definitive monetarie. La tenuta dei titoli di debito delle banche sul mercato a pronti riflette anche il fatto che una loro quota significativa è nelle mani di investitori istituzionali, normalmente più gradualisti nell'adeguare l'allocazione dell'attivo. Questa differenza nella composizione e nel comportamento degli operatori di mercato, insieme al fatto che le emissioni nette di obbligazioni bancarie in molti paesi dell'area dell'euro sono state negative negli ultimi due trimestri, può aver limitato i movimenti dei prezzi sul mercato a pronti rispetto ai mercati dei CDS.