

Ancora un'ondata di allentamento¹

Un'ondata ampiamente inattesa di allentamento della politica monetaria è stata al centro degli andamenti nei mercati finanziari mondiali negli ultimi mesi. Di fronte al crollo dei corsi petroliferi e alle tensioni crescenti sui mercati dei cambi, un gran numero di banche centrali nelle economie sia avanzate sia emergenti (EME) ha fornito ulteriori stimoli. La BCE ha annunciato un programma ampliato di acquisti di attività finanziarie di proporzioni e durata superiori alle previsioni.

La fase di volatilità insolitamente bassa sui mercati è sembrata volgere al termine: la volatilità di quasi tutte le classi di attività si è riavvicinata alla sua media storica. Nei mercati delle materie prime, in particolare, la volatilità si è impennata in gennaio sotto l'impulso di una brusca caduta dei prezzi del petrolio. La volatilità è salita anche nei mercati dei cambi man mano che le politiche monetarie più espansive hanno cominciato a far sentire i loro effetti, con pressioni crescenti sui tassi di cambio amministrati. Con una mossa del tutto inattesa la Banca nazionale svizzera ha abbandonato il tetto sul cambio franco svizzero/euro, e diverse altre banche centrali hanno adeguato le loro politiche per salvaguardare i rispettivi tassi di cambio e obiettivi di inflazione. Il dollaro USA ha continuato ad apprezzarsi in un contesto di politiche monetarie divergenti e ribassi delle materie prime.

L'ulteriore allentamento monetario delle banche centrali, sia effettivo sia atteso, ha generato condizioni senza precedenti sui mercati obbligazionari, anche rispetto ad appena un paio di mesi prima. Una quota rilevante e crescente di debito sovrano è stata scambiata a tassi di rendimento negativi, e perfino i rendimenti di alcune obbligazioni di imprese con rating elevato sono scesi sotto lo zero. I tassi di interesse straordinariamente bassi e i livelli contenuti dei premi al rischio hanno spinto una volta di più gli investitori alla ricerca di rendimento verso attività più rischiose, portando a livelli record i prezzi di gran parte delle classi di attività agli inizi di marzo.

Salgono volatilità e prezzi delle attività

Negli ultimi mesi la volatilità si è allontanata dai livelli eccezionalmente bassi registrati a metà 2014, evidenziando un andamento più in linea con le medie

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande al riguardo possono essere rivolte ad Aytek Malkhozov (aytek.malkhozov@bis.org) e Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org). Per domande relative ai dati e ai grafici si prega di contattare Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

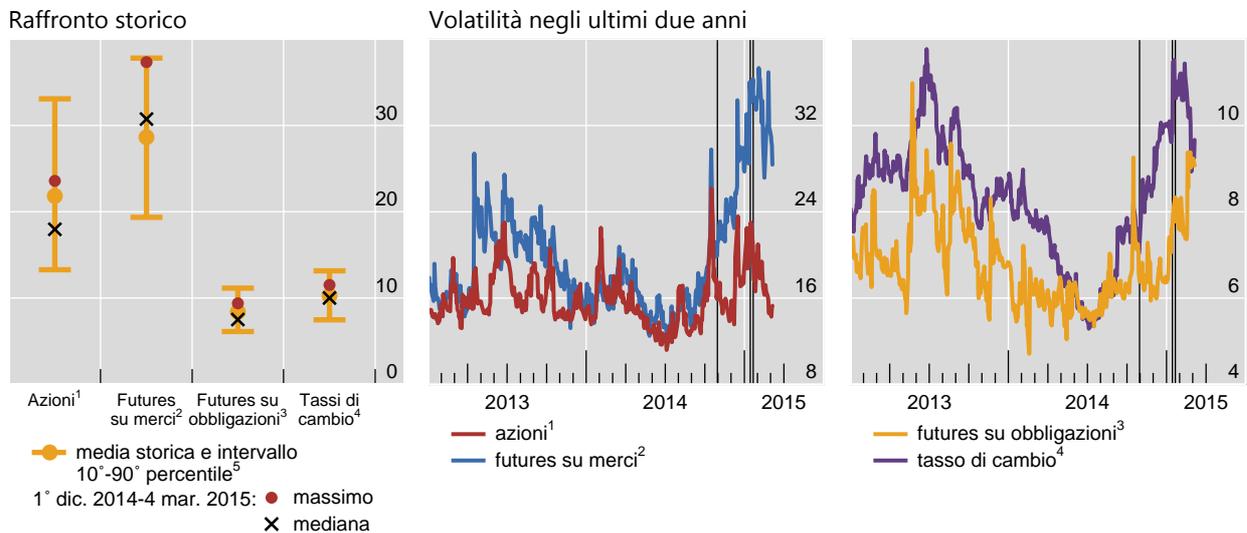
storiche di lungo periodo (grafico 1, diagramma di sinistra). Il mutato clima di mercato, dovuto principalmente alla flessione dei corsi petroliferi e agli sviluppi in Russia e in Grecia, ha trovato riscontro in un aumento delle volatilità implicite (prospettiche) delle principali classi di attività. L'effetto più accentuato si è avuto nei mercati delle materie prime, con i prezzi del petrolio che in alcune giornate sono balzati addirittura del 9% (grafico 1, diagramma centrale). Anche i mercati azionari hanno evidenziato una maggiore volatilità rispetto al periodo settembre-novembre 2014. La volatilità dei tassi di cambio è cresciuta in modo considerevole, anche a causa della divergenza delle politiche monetarie, e ha avuto una fiammata dopo che la Banca nazionale svizzera (BNS) ha deciso di abbandonare il tetto sul cambio franco svizzero/euro (grafico 1, diagramma di destra).

Nonostante gli episodi di volatilità più pronunciati, i prezzi di gran parte delle attività hanno toccato o sfiorato nuovi record. Dopo le brusche correzioni di dicembre e dei primi di gennaio, i mercati azionari internazionali sono tornati a crescere sull'onda dell'allentamento delle politiche monetarie sia nelle economie avanzate sia nelle EME (grafico 2, diagramma di sinistra). I rendimenti dei titoli di Stato hanno continuato a scendere, toccando in molti casi nuovi minimi (grafico 2, diagramma centrale). Gli spread sul debito societario, dopo un'impennata in dicembre, sono scesi sia nelle economie avanzate sia nelle EME (grafico 2, diagramma di destra). Il calo dei prezzi del petrolio aveva spinto verso l'alto gli

Ritorna la volatilità

In punti percentuali

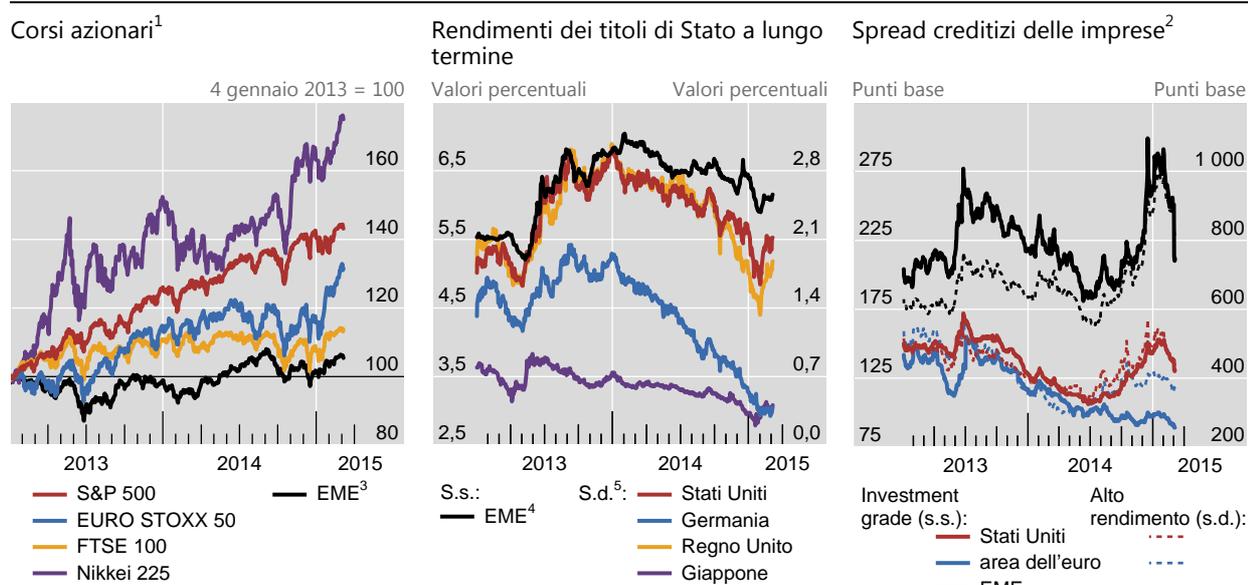
Grafico 1



Le linee verticali nei diagrammi centrale e di destra indicano: 1) l'annuncio di un'espansione del programma di allentamento quantitativo e qualitativo della Bank of Japan (31 ottobre 2014); 2) l'abbandono del tasso di cambio minimo di CHF 1,20 per euro da parte della Banca nazionale svizzera (15 gennaio 2015); 3) l'annuncio del programma ampliato di acquisto di attività finanziarie da parte della BCE (22 gennaio 2015).

¹ Volatilità implicita degli indici azionari S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato degli indici. ² Media semplice della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money relativa ai contratti futures su petrolio, oro e rame. ³ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni at-the-money relative ai futures sui titoli di Stato a lungo termine di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; media ponderata in base al PIL e alle PPA. ⁴ Indice JPMorgan VXY Global, che misura la volatilità implicita nelle opzioni at-the-money a tre mesi relative a 23 tassi di cambio del dollaro USA, ponderata per il volume delle contrattazioni. ⁵ La rilevazione inizia nel 2001.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.



¹ Indici dei mercati azionari, in termini di moneta locale. ² Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di titoli di debito non sovrani. ³ Indice MSCI Emerging Markets. ⁴ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. Questo indice fornisce una misura generale dei titoli di debito a tasso fisso emessi dalle amministrazioni pubbliche delle economie emergenti in moneta locale. ⁵ Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni.

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

spread creditizi, in particolare delle imprese statunitensi², che tuttavia hanno ricominciato a scendere quando i corsi petroliferi sono risaliti a partire dagli inizi di febbraio.

Turbolenze nei mercati delle materie prime

L'impennata della volatilità nei mercati delle materie prime è stata trainata dalle ampie oscillazioni del prezzo del petrolio (grafico 3, diagramma di sinistra). Il prezzo del Brent è sceso da \$71 al barile agli inizi di dicembre a \$45 a metà gennaio, ma successivamente è risalito, stabilizzandosi su \$60 a metà febbraio. L'aumento dell'offerta, e in particolare le variazioni degli obiettivi di produzione dei principali paesi esportatori, hanno avuto un ruolo fondamentale. Inoltre, è possibile che il calo iniziale sia stato amplificato e accentuato da fattori di natura finanziaria³. L'incertezza associata a queste dinamiche ha portato a una crescente dispersione delle previsioni sui corsi petroliferi (grafico 3, diagramma di destra).

Anche i prezzi dei metalli industriali e delle derrate agricole sono scesi, ma molto meno di quelli del petrolio, mettendo in dubbio il ruolo dei fattori di domanda quali determinanti del ribasso del petrolio. Il prezzo del rame, che di solito è un indicatore attendibile dell'attività economica mondiale, è sceso del 10%

² Cfr. D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi e J. Kearns, "Petrolio e debito", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

³ Cfr. Domanski et al., op. cit.

nel periodo in esame. Buona parte di questo calo è frutto di un'ondata di vendite a metà gennaio, trainata a quanto pare da hedge fund basati in Cina e dovuta ai timori di una crescita più lenta in questo paese e alle attese generalmente negative degli investitori finanziari sulle materie prime.

Il ribasso del petrolio ha intaccato pesantemente la redditività e le prospettive delle imprese legate al comparto energetico. Come risultato, i corsi dei titoli azionari di queste imprese sono scesi bruscamente e i loro costi di indebitamento sono schizzati verso l'alto, prima rispettivamente di stabilizzarsi e di segnare una parziale inversione di rotta quando i prezzi del petrolio sono tornati ad aumentare in febbraio (grafico 4, diagramma di sinistra e diagramma centrale). Gli elevati oneri debitori potrebbero costringere queste imprese a mantenere stabile la produzione nonostante la caduta dei prezzi, al fine di generare i flussi di cassa necessari a onorare il servizio del debito, esercitando così ulteriori pressioni al ribasso sui corsi petroliferi.

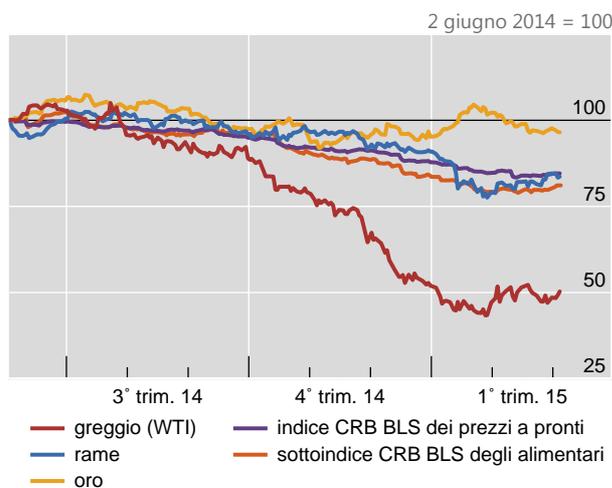
La flessione dei prezzi delle materie prime ha spinto verso il basso anche i tassi di cambio dei paesi esportatori (grafico 4, diagramma di destra). Le banche centrali di Norvegia e Canada hanno reagito al rischio di un rallentamento dell'economia con una riduzione dei tassi di interesse, aggiungendo ulteriori pressioni al ribasso sui rispettivi cambi. La Reserve Bank of Australia ha abbassato agli inizi di febbraio il tasso ufficiale di 25 punti base, al 2,25%, in considerazione dei timori per la debolezza della domanda interna. Un'eccezione degna di nota è provenuta dal Brasile, dove le materie prime rappresentano il 36% delle esportazioni nette totali di beni. La banca centrale, dicendosi preoccupata soprattutto per un'inflazione superiore all'obiettivo, ha innalzato a tre riprese il tasso di riferimento, dall'11,25 al 12,75%.

Fra le principali economie esportatrici di materie prime è stata la Russia a risentire maggiormente delle turbolenze nei mercati petroliferi. Il rublo è precipitato

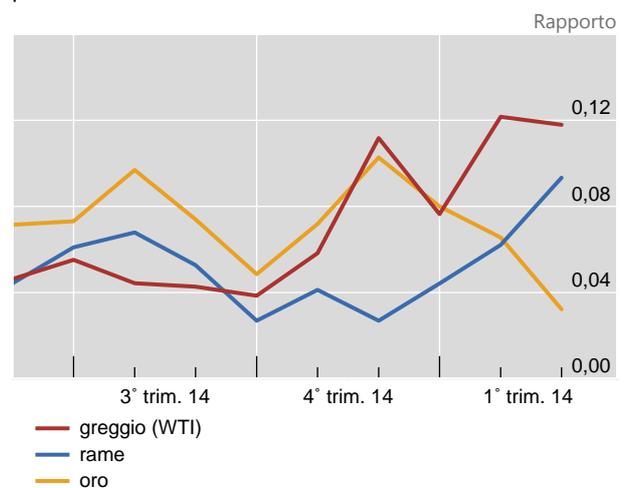
Crollano i corsi petroliferi

Grafico 3

Prezzi a pronti

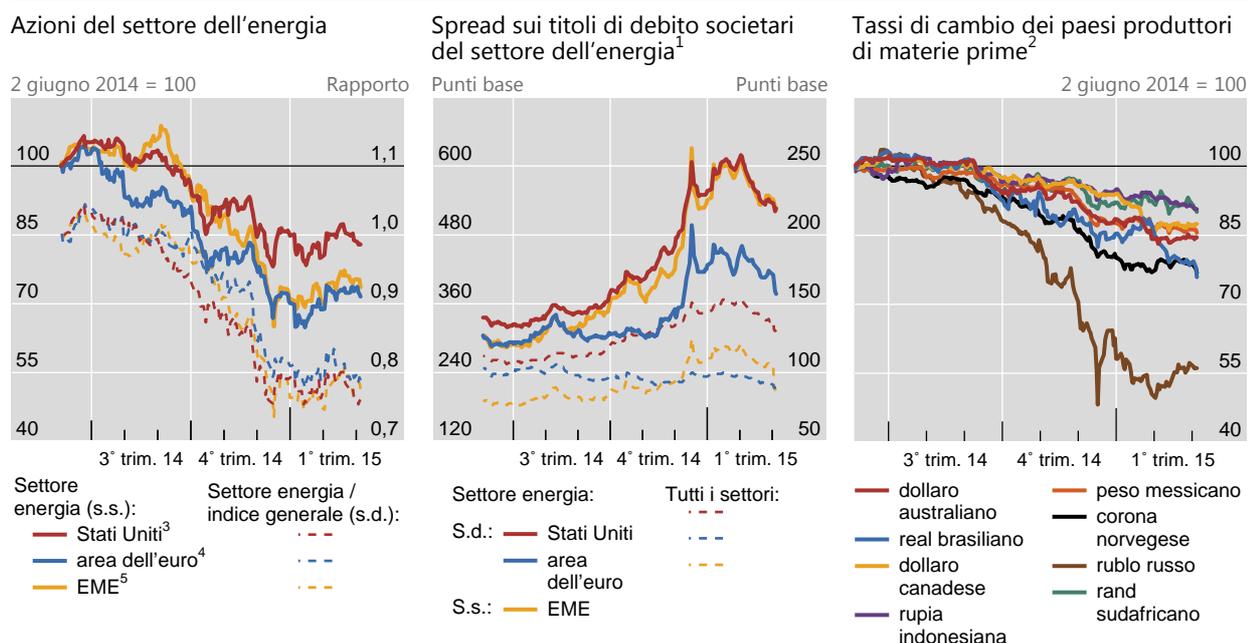


Dispersione nelle previsioni sui prezzi delle materie prime¹



¹ Deviazione standard cross-section delle previsioni sui prezzi delle materie prime a sei mesi formulate dai partecipanti all'indagine di Bloomberg, divisa per la media cross-section comparabile.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.



¹ Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di titoli di debito investment grade non sovrani. L'indice del settore dell'energia delle EME comprende titoli di debito non sovrani sia investment grade sia ad alto rendimento. Nel caso di Stati Uniti e area dell'euro, i dati di marzo 2015 sono calcolati sulla base delle componenti dell'indice a fine febbraio 2015 e dei loro rispettivi pesi. ² Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale. ³ Indice azionario S&P 500. ⁴ Indice azionario MSCI European Economic and Monetary Union. ⁵ Indice azionario MSCI Emerging Markets.

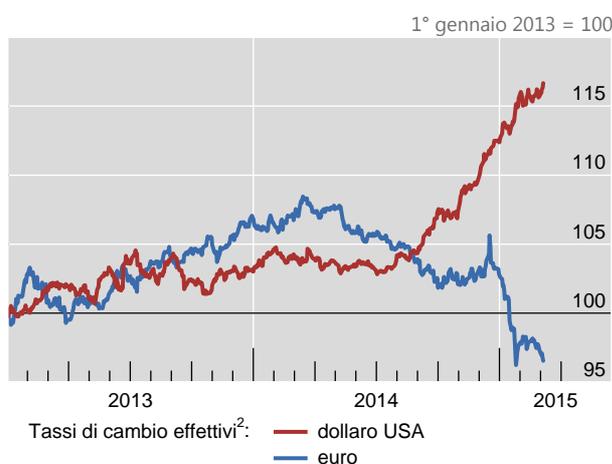
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

del 18% fra i primi di dicembre e gli ultimi di febbraio, sotto l'effetto combinato della caduta dei prezzi del petrolio, delle sanzioni internazionali e dell'ampia posizione debitoria con l'estero delle imprese nazionali. La banca centrale russa ha alzato il tasso ufficiale di riferimento dal 10,5 al 17% a metà dicembre per sostenere il rublo, per poi abbassarlo al 15% alla fine di gennaio. Il 16 dicembre, sull'onda dei timori che un importante produttore di petrolio potesse convertire in dollari i proventi di un'ingente emissione obbligazionaria, il cambio è sceso al minimo storico infragiornaliero di 79 rubli per dollaro.

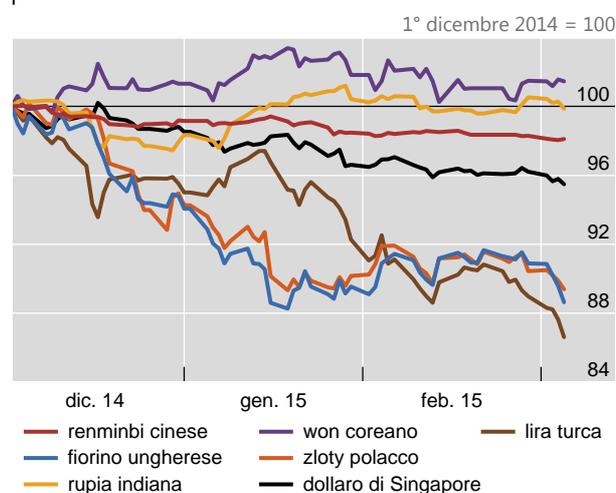
Dollaro forte, euro debole

Il tracollo dei corsi petroliferi ha coinciso con il protratto apprezzamento del dollaro USA. Dagli inizi di dicembre 2014 ai primi di marzo 2015 la valuta statunitense ha guadagnato circa il 6% in termini ponderati per l'interscambio (grafico 5, diagramma di sinistra). In particolare, si è rafforzata nei confronti dell'euro e delle valute di un ampio numero di EME, sia produttrici sia consumatrici di materie prime (grafico 5, diagramma di destra). Dagli inizi di giugno 2014, quando ha preso avvio la pronunciata flessione dei prezzi delle materie prime, al 4 marzo 2015 il dollaro si è apprezzato di oltre il 12% in termini effettivi. Storicamente un dollaro forte si è spesso accompagnato a un calo dei prezzi delle materie prime, in parte perché il dollaro è usato in tutto il mondo come valuta di fatturazione: un suo apprezzamento si traduce in un rincaro delle materie prime in valuta locale,

Dollaro più forte, euro più debole



Tasso di cambio delle EME consumatrici di materie prime¹



¹ Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale. ² Indici ampi dei tassi di cambio effettivi nominali elaborati dalla BRI. Gli indici sono calcolati come media geometrica ponderata di un paniere di tassi di cambio bilaterali, dove i pesi sono ricavati dai flussi commerciali relativi ai manufatti. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale.

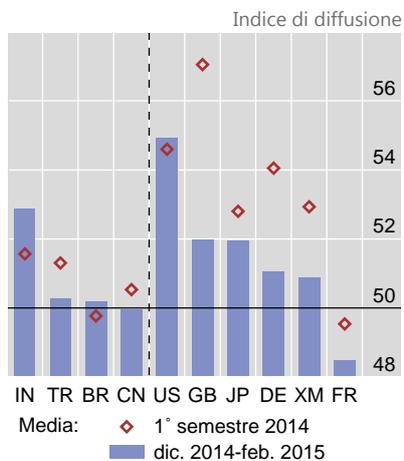
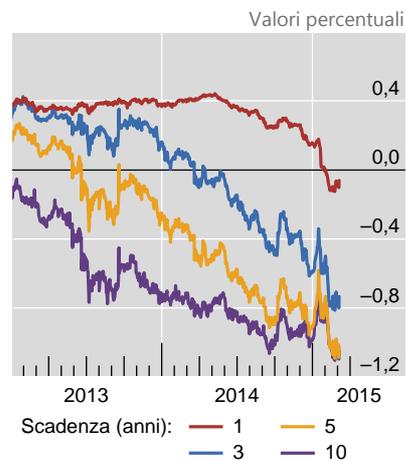
Fonti: Datastream; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

richiedendo un calo dei prezzi per riequilibrare la domanda e l'offerta mondiali. Altre potenziali spiegazioni attengono a fattori finanziari⁴ e ai minori flussi di capitali verso i produttori di materie prime.

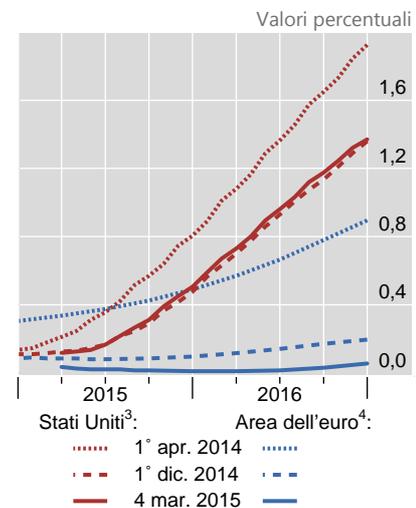
La forza del dollaro riflette in primo luogo quella dell'economia statunitense. I valori medi degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) negli Stati Uniti per il periodo dicembre 2014-febbraio 2015 sono stati simili a quelli della prima metà del 2014, segno di un consolidamento della vigorosa attività economica (grafico 6, diagramma di sinistra). Contemporaneamente, in molte altre economie le prospettive dell'attività economica sono rimaste deboli, nonostante il calo dei prezzi del petrolio. Sia la Banca mondiale sia l'FMI hanno rivisto al ribasso le previsioni sulla crescita mondiale a gennaio; nel caso dell'FMI, si è trattato della revisione negativa più marcata degli ultimi tre anni.

La divergenza delle prospettive economiche ha trovato riscontro in un'ulteriore divergenza delle politiche monetarie, che ha cominciato a far sentire i suoi effetti nei mercati dei cambi. Nel panorama di allentamento generalizzato delle politiche monetarie nelle economie avanzate, la principale eccezione è provenuta negli ultimi mesi dalla Federal Reserve. I differenziali di tasso di interesse fra gli Stati Uniti e le altre economie avanzate sono cresciuti lungo l'intera curva delle scadenze, alimentando la forza del dollaro nei confronti delle principali valute (grafico 6, diagramma centrale). Gli operatori di mercato continuano ad aspettarsi che la Fed cominci a innalzare il tasso obiettivo sui federal funds intorno all'estate (grafico 6, diagramma di destra).

⁴ Cfr. Domanski et al., op. cit.

PMI manifatturiero¹Differenziali di tasso, economie avanzate rispetto agli Stati Uniti (in base alla scadenza)²

Curve dei tassi a termine



BR = Brasile; CN = Cina; DE = Germania; FR = Francia; GB = Regno Unito; IN = India; JP = Giappone; TR = Turchia; US = Stati Uniti; XM = area dell'euro.

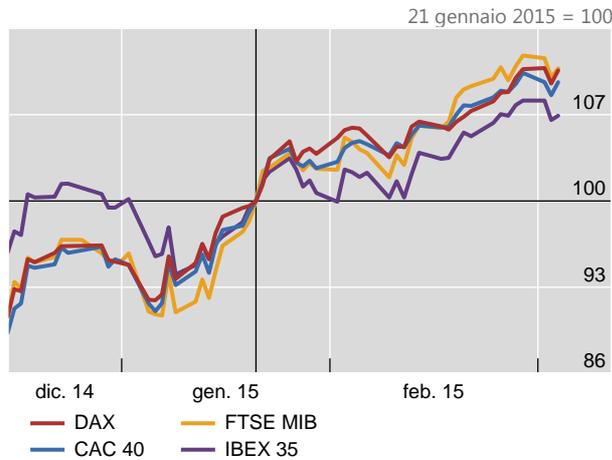
¹ Indici dei responsabili degli acquisti (PMI) ricavati da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). ² Basati sugli swap di tasso di interesse. Media ponderata in base al commercio bilaterale nel 2008-10 di area dell'euro, Australia, Canada, Giappone, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera. ³ Futures sul tasso sui federal funds a 30 giorni. ⁴ Futures sull'Euribor a tre mesi.

Fonti: Bloomberg; Datastream; HSBC; elaborazioni BRI.

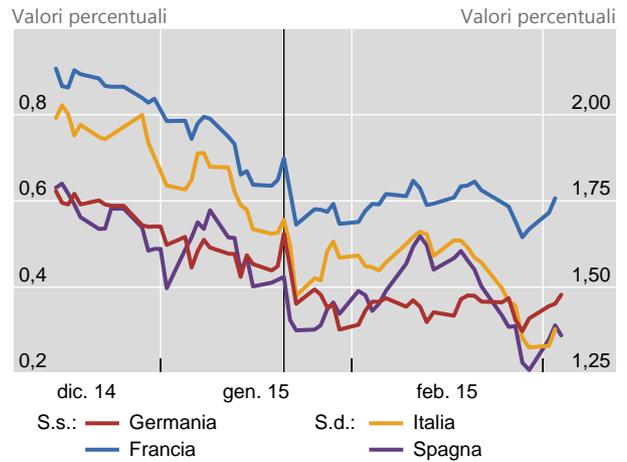
In antitesi con la Fed, la BCE ha fornito ulteriore stimolo monetario; ciò ha spinto verso il basso i tassi a termine e il tasso di cambio dell'euro ponderato per l'interscambio (grafico 5, diagramma di sinistra; grafico 6, diagramma di destra). Il 22 gennaio la BCE ha annunciato un programma ampliato di acquisti di attività finanziarie di dimensioni pari a circa €1 100 miliardi, che include i programmi esistenti per l'acquisto di asset-backed securities e di obbligazioni garantite, ma anche acquisti aggiuntivi di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali dell'area dell'euro, agenzie situate nell'area dell'euro e istituzioni europee. Gli acquisti, per un ammontare mensile di €60 miliardi, sono cominciati in marzo e proseguiranno almeno sino a fine settembre 2016, ma potrebbero essere estesi fino a quando l'inflazione generale non sarà in linea con l'obiettivo della BCE di un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2% nel medio termine.

Il programma della BCE si è rivelato di proporzioni e durata più ampie di quanto atteso dagli operatori. I prezzi delle attività, di conseguenza, sono saliti, nonostante fossero già cresciuti in vista della riunione del Consiglio direttivo della BCE di gennaio. Il giorno dell'annuncio i corsi azionari nei principali paesi dell'area dell'euro, sia "core" sia periferici, sono cresciuti fra l'1,3 e il 2,4%, e i rendimenti dei rispettivi titoli di Stato sono calati (grafico 7, diagrammi in alto). L'euro si è deprezzato dell'1,5% circa rispetto al dollaro e le stime delle aspettative di inflazione tratte dal mercato sono cresciute, come evidenziato dall'incremento del tasso a cinque anni su un orizzonte quinquennale ricavato dagli swap indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (grafico 7, diagramma in basso a sinistra). Questo indicatore, tenuto sotto stretta osservazione sia dalla BCE sia dagli operatori di

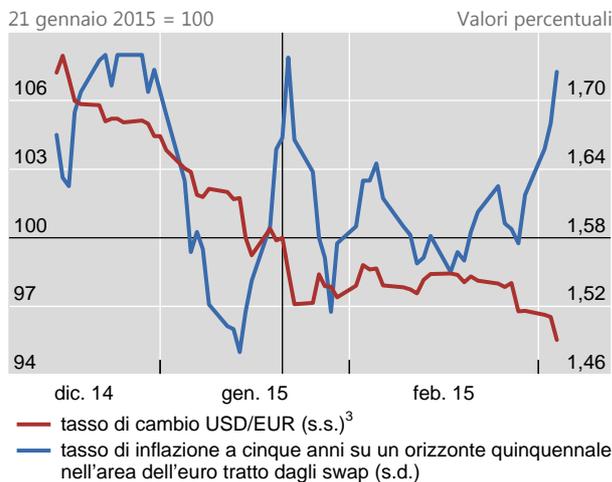
Impatto sui corsi azionari¹



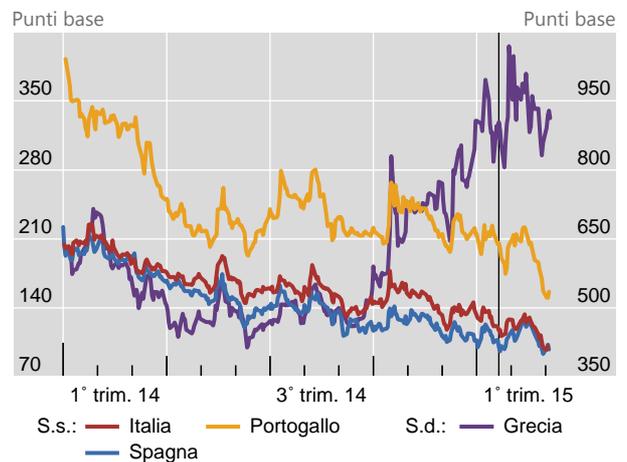
Impatto sui rendimenti dei titoli del Tesoro decennali



Impatto sui tassi di cambio e sulle aspettative di inflazione



Spread sui titoli dei paesi periferici²



La linea verticale indica il 21 gennaio 2015, giorno prima dell'annuncio del programma ampliato di acquisti di attività finanziarie da parte della BCE.

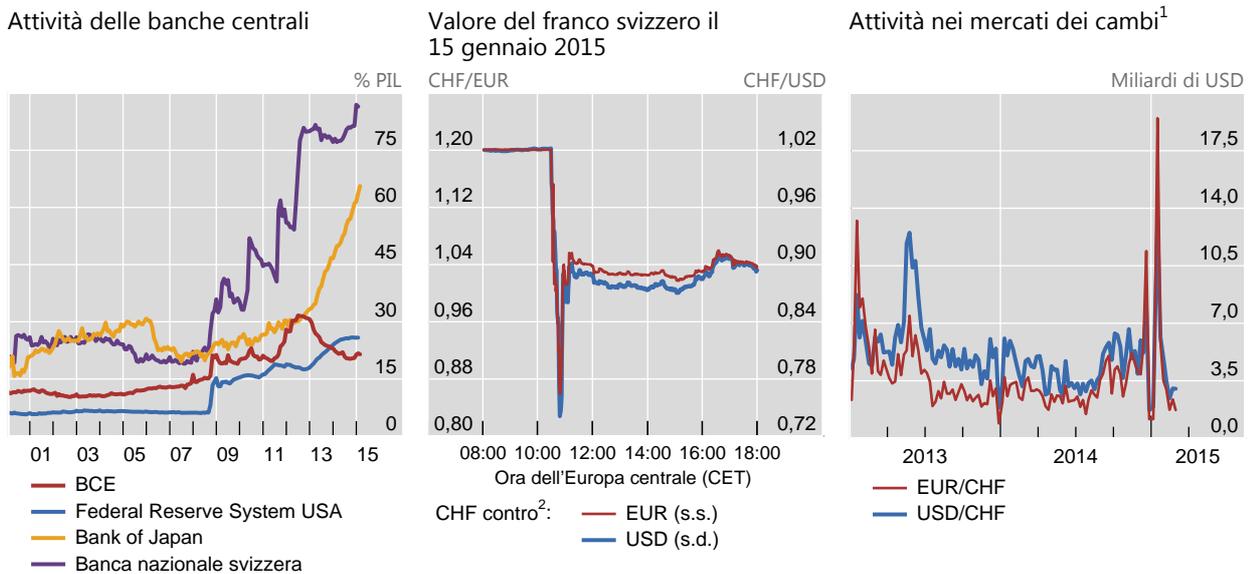
¹ Indici dei mercati azionari, in termini di moneta locale. ² Differenziale fra il rendimento del titolo di Stato decennale e il rendimento del titolo tedesco comparabile. ³ Dollari USA per euro. Un calo indica un deprezzamento dell'euro.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

mercato, è in seguito ridisceso, per poi salire nuovamente in vista della riunione di marzo del Consiglio direttivo.

Contemporaneamente, le incertezze sulle misure del neoletto governo greco hanno pesato sul clima di mercato. I timori legati all'esito dei negoziati tra la Grecia e i suoi creditori riguardo alle condizioni del programma di salvataggio hanno provocato sprazzi di volatilità e spinto i rendimenti dei titoli di Stato greci al livello più alto dal luglio 2013. Il contagio, tuttavia, è stato limitato, con un evidente "sganciamento" dei rendimenti sovrani italiani, portoghesi e spagnoli (grafico 7, diagramma in basso a destra).

La forza del dollaro e la debolezza dell'euro hanno indotto nuove tornate di allentamento delle politiche monetarie in tutto il mondo. La pressione si è fatta sentire in particolare sui tassi di cambio ancorati all'euro. La BNS, che manteneva un



¹ Operazioni a pronti su EBS; volume giornaliero medio. ² Un calo indica un apprezzamento del franco svizzero.

Fonti: Bloomberg; Datastream; ICAP; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

tasso di cambio minimo di CHF 1,20 per euro, ha introdotto il 18 dicembre un tasso di interesse negativo (-0,25%) sui depositi a vista di ingente ammontare per attenuare le pressioni al rialzo sulla valuta elvetica. Queste tensioni facevano seguito all'incremento dell'avversione al rischio e a picchi di volatilità nei mercati finanziari globali, che avevano alimentato la domanda di attività sicure. La difesa del tasso di cambio minimo aveva fatto lievitare l'attivo totale della BNS all'87% del PIL in dicembre (grafico 8, diagramma di sinistra). Il 15 gennaio, una settimana prima che la BCE annunciasse il programma ampliato di acquisti di attività finanziarie, la BNS ha abbandonato il tetto al cambio con l'euro, adducendo a principale motivo le divergenze tra le politiche monetarie nelle maggiori aree valutarie e l'apprezzamento del dollaro. La banca centrale elvetica ha anche abbassato ulteriormente, al -0,75%, il tasso sui depositi.

I mercati finanziari hanno reagito vigorosamente all'abbandono del tetto sul cambio del franco. Il giorno stesso il principale indice azionario svizzero è crollato di quasi il 9% e i rendimenti sui titoli di Stato elvetici a più lunga scadenza sono scesi sotto lo zero. Immediatamente dopo l'annuncio il franco è precipitato ai minimi storici contro l'euro, per poi riassetarsi su livelli più stabili nel corso della giornata (grafico 8, diagramma centrale). Le contrattazioni sui cambi a pronti EUR/CHF e USD/CHF sono schizzate a livelli non più osservati rispettivamente da maggio 2010 e agosto 2011 (grafico 8, diagramma di destra). In seguito all'annuncio della BNS, il fiorino ungherese e lo zloty polacco si sono notevolmente indeboliti per via dei timori per le ripercussioni dell'apprezzamento del franco svizzero sulle rispettive economie (grafico 5, diagramma di destra).

Hanno inoltre cominciato a intensificarsi le pressioni originate da un euro più debole sulla corona danese. Per difendere l'ancoraggio all'euro della valuta nazionale, la Danmarks Nationalbank ha abbassato i tassi di interesse sui certificati di deposito quattro volte nel giro di appena tre settimane, arrivando il 5 febbraio al -0,75%. Secondo i dati pubblicati sul suo sito web, la banca centrale è

intervenuta a sostegno della corona vendendo in gennaio DKK 106,3 miliardi (\$16 miliardi) e in febbraio il record mensile di DKK 168,7 miliardi (\$26 miliardi), pari a circa il 9% del PIL.

Queste banche centrali non sono state le uniche a mettere in atto misure di allentamento. Di fatto, oltre una dozzina di banche centrali ha optato per interventi simili negli ultimi tre mesi, di fronte all'impatto disinflazionistico del crollo dei prezzi del petrolio e alle crescenti tensioni sui mercati dei cambi (tabella 1). Agli inizi di marzo erano quattro – la BCE e le banche centrali di Danimarca, Svezia e Svizzera – le banche centrali ad avere portato il tasso ufficiale sotto lo zero. Queste mosse hanno spesso colto di sorpresa i mercati finanziari, incoraggiando l'assunzione di rischio e la ricerca di rendimento, le quali hanno sospinto verso l'alto le valutazioni delle attività rischiose. Il 12 febbraio la Sveriges Riksbank ha ridotto il tasso pronti contro termine di 10 punti base, al -0,1%, e ha annunciato l'avvio di acquisti di titoli di Stato per un totale di SEK 10 miliardi. La Riksbank valutava che una politica monetaria più espansiva fosse necessaria per garantire che le aspettative di inflazione a lungo termine fossero compatibili con l'obiettivo di politica monetaria.

Le pressioni disinflazionistiche hanno indotto diverse banche centrali ad allentare la politica monetaria. Di fronte alla possibilità che l'indice dei prezzi al consumo scendesse al di sotto dell'obiettivo fissato per il 2016, il 15 gennaio la Reserve Bank of India ha sorpreso i mercati tagliando di 25 punti base, al 7,75%, il principale tasso di riferimento per la prima volta da 20 mesi. La banca centrale indiana ha sorpreso nuovamente i mercati il 4 marzo quando, con una mossa non programmata nell'intervallo fra due riunioni ufficiali, ha abbassato i tassi di altri 25 punti base. La Monetary Authority of Singapore (MAS) ha inaspettatamente allentato la politica monetaria il 28 gennaio. Il dollaro di Singapore è sottoposto a un regime di fluttuazione amministrata, in cui il tasso di cambio ponderato per l'interscambio è libero di oscillare all'interno di una fascia stabilita. La MAS ha annunciato di voler proseguire nella politica di moderato e graduale innalzamento della fascia, ma a ritmi meno serrati al fine di attenuare le pressioni inflazionistiche. Il dollaro di Singapore ha perso circa l'1% rispetto al dollaro statunitense il giorno dell'annuncio, scendendo al livello più basso da maggio 2010 (grafico 5, diagramma di destra).

Il 4 febbraio la People's Bank of China (PBC) ha annunciato a sorpresa una riduzione di 50 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria per un'ampia gamma di banche, la prima riduzione ad ampio raggio dal maggio 2012. Successivamente, il 28 febbraio, ha abbassato i tassi ufficiali, che già aveva tagliato nel novembre 2014: i tassi di riferimento sui depositi e sui prestiti a un anno sono stati ridotti di 25 punti base, rispettivamente al 2,5 e 5,35%; gli altri tassi di riferimento su depositi e prestiti sono stati abbassati di conseguenza. La PBC ha inoltre annunciato misure volte a liberalizzare ulteriormente i tassi sui depositi, facendo un altro passo verso l'eliminazione definitiva dei controlli sui tassi di interesse in Cina.

Panoramica dei principali interventi di allentamento monetario¹

Tabella 1

	Data della decisione	Taglio tasso ufficiale (p.b.)	Nuovo tasso ufficiale (%)	Programmi di acquisto di attività	Altre azioni
Seðlabanki Islands (Islanda)	10 dic. 14	50	5,25		
Norges Bank (Norvegia)	11 dic. 14	25	1,25		
Banca nazionale svizzera	18 dic. 14	25	-0,25		
Banco Central de Reserva del Perú	15 gen. 15	25	3,25		
Reserve Bank of India	15 gen. 15	25	7,75		
Banca nazionale svizzera	15 gen. 15	50	-0,75		Abbandonato il tasso di cambio minimo
Danmarks Nationalbank	19 gen. 15	15	-0,20		
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi (Turchia)	20 gen. 15	50	7,75		
Bank of Canada	21 gen. 15	25	0,75		
Danmarks Nationalbank	22 gen. 15	15	-0,35		
BCE	22 gen. 15			≥EUR 1 100 mdi	Rimosso lo spread di 10 p.b. per le OMRLT
Banco Central de Reserva del Perú	28 gen. 15				Ridotta di 50 p.b. all'8,5% la riserva obbligatoria in moneta locale
Monetary Authority of Singapore	28 gen. 15				Ridotto il ritmo di apprezzamento del tasso di cambio ponderato per l'interscambio del dollaro di Singapore
Danmarks Nationalbank	29 gen. 15	15	-0,50		
Reserve Bank of Australia	3 feb. 15	25	2,25		
Banca Națională a României (Romania)	4 feb. 15	25	2,25		
People's Bank of China	4 feb. 15				Ridotto di 50 p.b. il coefficiente di riserva obbligatoria
Danmarks Nationalbank	5 feb. 15	25	-0,75		
Sveriges Riksbank (Svezia)	12 feb. 15	10	-0,10	≥SEK 10 mdi	
Bank Indonesia	17 feb. 15	25	7,5		
Bank of Israel	23 feb. 15	15	0,1		
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi (Turchia)	24 feb. 15	25	7,5		
Banco Central de Reserva del Perú	26 feb. 15				Ridotta di 50 p.b. all'8,0% la riserva obbligatoria in moneta locale
People's Bank of China	28 feb. 15	25	5,35		
Narodowy Bank Polski (Polonia)	4 mar. 15	50	1,50		
Reserve Bank of India	4 mar. 15	25	7,50		

¹ Da parte delle sole banche centrali membri della BRI.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

I tassi di interesse scendono sempre di più

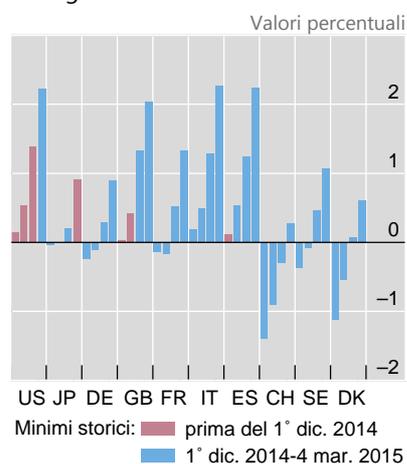
Le politiche monetarie straordinariamente espansive hanno dato luogo a condizioni sempre più eccezionali nei mercati obbligazionari. In numerosi mercati i titoli di Stato si sono scambiati a tassi di rendimento storicamente bassi, spesso addirittura negativi (grafico 9, diagramma di sinistra). I tassi di interesse lungo l'intera struttura per scadenze, da 2 a 30 anni, sono scesi ai minimi storici per diversi paesi europei. Il calo è stato più accentuato per le scadenze più lunghe: i rendimenti infragiornalieri sui titoli trentennali di Danimarca, Francia e Germania sono diminuiti di circa 60 punti base, quelli di Spagna e Italia di 90 e 100 punti base rispettivamente. Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli del Tesoro trentennali sono scesi al minimo storico del 2,2% alla fine di gennaio. In molti paesi i rendimenti sovrani per le scadenze fino a cinque anni (in Svizzera fino a dieci anni) si sono portati sotto lo zero. Nel caso di Danimarca, Svezia e Svizzera i rendimenti sono stati spinti ulteriormente verso il basso dopo che le rispettive banche centrali hanno infranto la soglia zero dei tassi nominali. Per alcuni soggetti sovrani sono risultati negativi perfino i rendimenti all'emissione. Alla fine di febbraio, a livello mondiale, venivano scambiati a tassi negativi circa \$2 400 miliardi di titoli di Stato a lungo termine, di cui oltre \$1 900 miliardi emessi da paesi dell'area dell'euro.

La drastica caduta dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sembrerebbe ascrivibile soprattutto alla compressione dei premi al rischio, e in misura minore alle minori aspettative di inflazione (grafico 9, diagramma

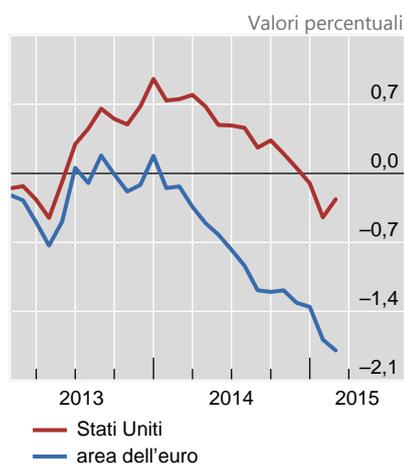
I tassi di interesse raggiungono nuovi minimi

Grafico 9

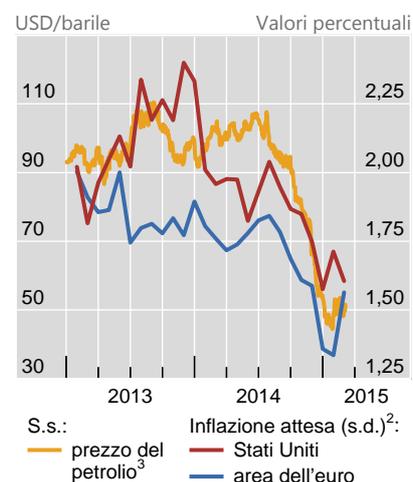
Minimi storici dei rendimenti obbligazionari¹



Premi a termine²



Inflazione attesa e prezzi del petrolio



CH = Svizzera; DE = Germania; DK = Danimarca; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

¹ Basati sui rendimenti minimi infragiornalieri di un titolo di Stato generico. Gli orizzonti temporali dei dati disponibili variano a seconda dei paesi e delle scadenze, ma tutte le serie iniziano al più tardi nel 1997, eccetto quelle per il rendimento a due anni degli Stati Uniti (1998) e per i rendimenti a 30 anni di Spagna (1998), Giappone e Svizzera (1999), nonché Svezia (2009). Per ciascun paese, la prima barra rappresenta il rendimento a due anni, la seconda quello a cinque anni, la terza quello a 10 anni e la quarta quello a 30 anni. ² Scomposizione del rendimento nominale a 10 anni statunitense basata su un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto; per l'area dell'euro vengono utilizzati i dati relativi ai titoli di Stato francesi. Cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014. ³ Prezzo a pronti del WTI.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

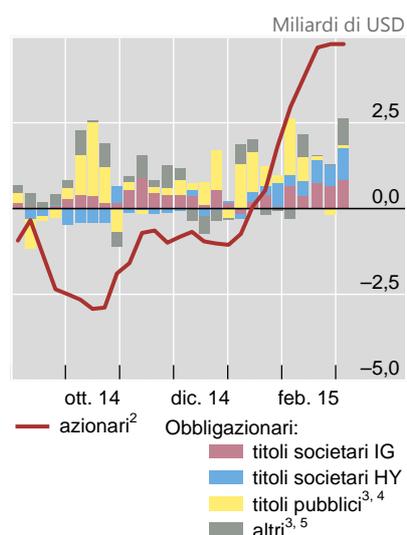
centrale e diagramma di destra). Le stime sul premio a termine – vale a dire il compenso per il rischio di detenere obbligazioni con duration elevata, esposte alle oscillazioni future dei tassi nominali – sono scese ulteriormente in territorio negativo. Il calo dei premi a termine potrebbe essere il segnale di una ricerca di duration da parte degli investitori di fronte all'avvio del programma ampliato di acquisti di attività finanziarie della BCE e agli effetti di ricomposizione dei portafogli internazionali. Al contempo, l'abbassamento delle aspettative di inflazione sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro si è associato alla caduta dei prezzi del petrolio (grafico 9, diagramma di destra).

L'annuncio da parte della BCE dell'avvio in marzo di un allentamento quantitativo su vasta scala ha avuto un impatto ben al di là dei mercati immediatamente interessati. I tassi di interesse storicamente bassi e la compressione dei premi al rischio hanno spinto gli investitori alla ricerca di rendimento verso le attività più rischiose. I fondi azionari europei hanno registrato un afflusso cumulato di capitali di quasi \$19 miliardi durante le quattro settimane successive all'annuncio, un record assoluto per un lasso di tempo analogo (grafico 10, diagramma di sinistra). È cresciuto sensibilmente anche l'interesse degli investitori per le obbligazioni societarie a più alto rendimento, come evidenziato dai flussi verso i fondi di investimento in obbligazioni societarie di questa categoria, che sono stati i più alti da un anno a questa parte. Le condizioni nei mercati del debito societario hanno ricalcato quelle nei mercati del debito sovrano quando il 3 febbraio il rendimento di un'emissione quadriennale denominata in euro di Nestlé è divenuto negativo.

I flussi verso i fondi di investimento rispecchiano la divergenza fra le politiche monetarie

Grafico 10

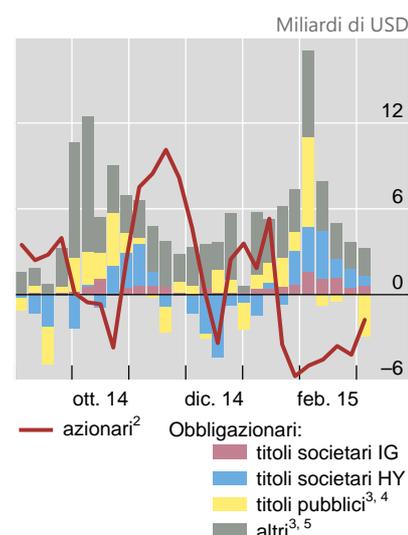
Flussi relativi ai fondi dell'Europa occidentale



Differenziali di tasso, economie avanzate rispetto agli Stati Uniti (in base al paese)¹



Flussi relativi ai fondi statunitensi



IG = investment grade; HY = alto rendimento.

¹ Differenziale fra il rendimento del titolo di Stato decennale e il rendimento del titolo statunitense comparabile. ² Media mobile di quattro settimane. ³ Somma di tutte le tipologie di fondi obbligazionari elencate in nota. ⁴ Fondi di investimento in titoli delle amministrazioni centrali e locali. ⁵ Fondi di investimento obbligazionari misti, fondi di investimento specializzati in prestiti bancari, titoli indicizzati all'inflazione e titoli garantiti da ipoteche (MBS), nonché fondi total return.

Fonti: Bloomberg; EPFR; elaborazioni BRI.

Il calo dei rendimenti sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro nonostante la divergenza fra le rispettive politiche monetarie lascia supporre che vi siano stati effetti di propagazione dai mercati obbligazionari europei a quelli statunitensi. In effetti, in un contesto di rafforzamento del dollaro e di aumento degli spread fra i rendimenti sovrani tedeschi e statunitensi, nella settimana dopo che la BCE ha annunciato il programma ampliato di acquisti di attività finanziarie i flussi verso i fondi di investimento specializzati in titoli del Tesoro statunitensi hanno raggiunto i livelli più alti dalla fine del gennaio 2014 (grafico 10, diagramma centrale e diagramma di destra). Complessivamente, durante le quattro settimane seguite all'annuncio della BCE i fondi obbligazionari domiciliati negli Stati Uniti hanno registrato afflussi record per un totale intorno ai \$40 miliardi, circa tre volte quelli medi registrati in un arco di tempo analogo nel 2014. Fra questi afflussi figuravano \$15 miliardi di investimenti in fondi specializzati in obbligazioni societarie, associati all'allargamento degli spread fra i titoli delle imprese statunitensi e quelli delle omologhe dell'area dell'euro.

I flussi verso i fondi delle EME sono stati più contenuti, per via delle preoccupazioni sulle prospettive di crescita di Brasile, Cina e Russia. Al tempo stesso, un altro fattore che può aver contribuito a tale andamento è stata l'attrattiva delle attività statunitensi quale opzione di investimento per gli investitori internazionali alla ricerca di rendimento. Tuttavia, la media delle EME nasconde differenze rilevanti fra le regioni: mentre i fondi azionari dell'Europa emergente e dell'America latina hanno registrato deflussi netti dagli inizi di febbraio, quelli asiatici hanno attratto afflussi consistenti.