

Le economie emergenti reagiscono alla pressione dei mercati¹

Il disimpegno degli investitori dalle economie emergenti è ripreso a pieno ritmo a cavallo del nuovo anno, per effetto sia della persistente divergenza tra le modeste prospettive di crescita di queste economie e il sentimento di ottimismo prevalente nei mercati maturi, sia della riduzione del flusso di denaro a buon mercato da parte delle autorità monetarie statunitensi. A turbare gli investitori sono intervenuti anche i segnali di un indebolimento dell'economia e i crescenti rischi finanziari in Cina. Il risultato finale sono stati deflussi di portafoglio e un calo dei corsi delle attività. Parallelamente, il forte deprezzamento di alcune valute dei mercati emergenti ha indotto le autorità a prendere la loro difesa aumentando i tassi ufficiali e intervenendo sui mercati dei cambi.

In media le dinamiche dei tassi di cambio durante l'ondata di vendite di gennaio sono state analoghe a quelle osservate durante l'ondata di vendite di metà 2013, ma diverse sono state le determinanti di fondo. In seguito all'inatteso annuncio ufficiale con cui la Federal Reserve dichiarava di star valutando una graduale riduzione ("tapering") degli acquisti su larga scala di attività finanziarie, i deprezzamenti significativi nella prima ondata di vendite avevano interessato tendenzialmente le valute di economie emergenti con ampi squilibri esterni, un'elevata inflazione o una crescita rapida del credito interno. I recenti deprezzamenti, al contrario, riflettono incertezze politiche e le diverse prospettive di crescita. Questa volta, inoltre, le banche centrali nelle economie emergenti sono intervenute in modo molto più energico, stabilizzando e in alcuni casi rafforzando le proprie valute.

Nelle economie avanzate i mercati hanno proseguito la fase di rialzo anche nelle prime settimane del 2014, incoraggiati dall'impegno delle autorità a sostenere la crescita e da dati economici migliori delle attese, in particolare nell'area dell'euro e nel Regno Unito. L'annuncio e il successivo avvio del tapering negli Stati Uniti sono stati quindi assorbiti senza strappi. Il restringimento degli spread creditizi è proseguito fino a metà gennaio, mentre gli afflussi costanti di capitali ai fondi azionari hanno mantenuto una pressione al rialzo sui prezzi delle azioni. Tuttavia, verso la fine di gennaio i dati deludenti sulla crescita dei posti di lavoro negli Stati Uniti e le cattive notizie dalle economie emergenti hanno determinato un brusco,

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande al riguardo possono essere rivolte a Mathias Drehmann (mathias.drehmann@bis.org) e Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org). Per domande relative ai dati e ai grafici si prega di contattare Alan Villegas (alan.villegas@bis.org) e Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).

anche se temporaneo, calo delle valutazioni in tutte le classi di attività, fatta eccezione per quelle più sicure.

Le economie emergenti

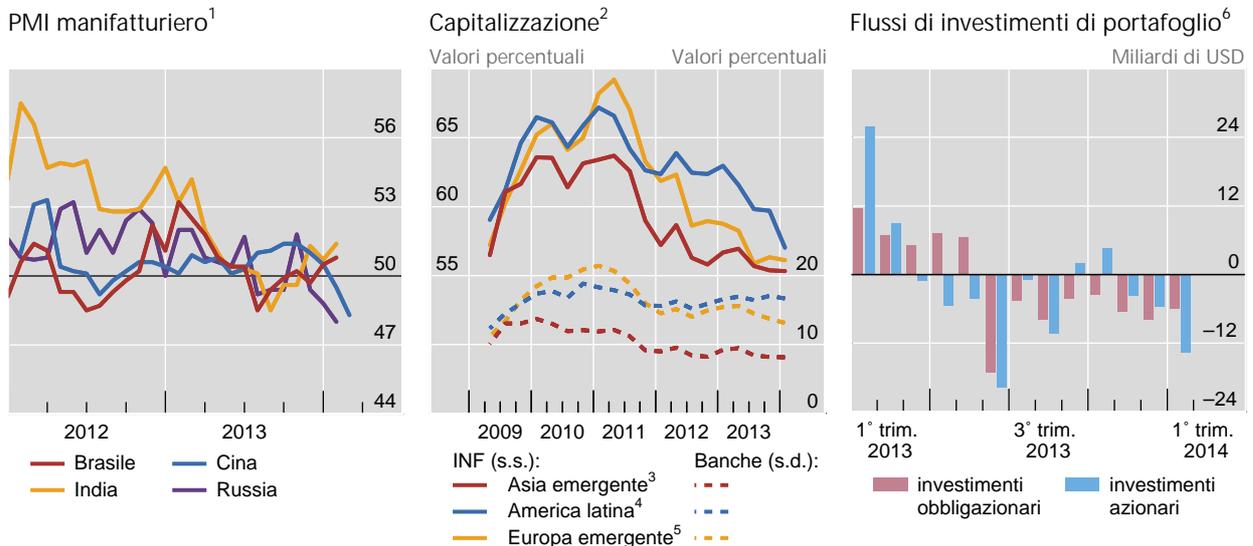
La recente ondata di vendite nelle economie emergenti è avvenuta in un contesto di prospettive di crescita modeste. A gennaio l'indice cinese dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero ha segnalato per la prima volta dal settembre 2012 una contrazione, inducendo gli analisti di mercato a prefigurare effetti negativi sugli esportatori verso questo paese (grafico 1, diagramma di sinistra). Nel caso di Brasile, India e Russia l'indice oscilla da metà 2013 intorno al livello neutrale, segnalando contrazioni ed espansioni di modesta entità. Questi sviluppi, abbinati alle migliorate prospettive nelle economie avanzate e a una riduzione del flusso di denaro a buon mercato dagli Stati Uniti, hanno reso i mercati emergenti meno attraenti per gli investitori internazionali.

Si è inoltre intensificata la percezione di un aumento dei rischi finanziari. In parte, questa percezione è stata alimentata dalle tensioni politiche in una serie di paesi, ma hanno pesato molto anche le condizioni finanziarie di fondo. A gennaio il settore bancario ombra cinese ha sfiorato l'insolvenza, mettendo in allarme gli operatori di mercato. L'importanza crescente di questo settore è stata evidenziata dal raddoppio, negli ultimi 18 mesi, del volume di credito erogato dai soggetti non

Prospettive economiche e disimpegno degli investitori

Economie emergenti

Grafico 1



¹ Indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) ricavati da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). ² Capitalizzazione di mercato a livello regionale, divisa per la somma del valore contabile delle passività a livello regionale; medie dei tre mesi precedenti. INF = imprese non finanziarie. ³ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Turchia e Ungheria. ⁶ Somma di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela.

Fonti: Bloomberg; Datastream; EPFR; HSBC; Moody's; elaborazioni BRI.

bancari cinesi, che ha raggiunto un quarto del credito totale del paese. Più in generale, parallelamente all'espansione dei bilanci, la capitalizzazione delle imprese non finanziarie e delle banche nelle economie emergenti ha subito un deterioramento. Il rapporto medio tra capitale proprio e dimensioni totali di bilancio nella regione è sceso in modo graduale ma costante dal 2010 alla fine del 2013 (grafico 1, diagramma centrale).

I mercati emergenti sotto pressione

Dopo aver rallentato il passo a settembre e ottobre, il disimpegno degli investitori dai mercati emergenti ha avuto un'accelerazione a novembre. Una manifestazione diretta di questa accelerazione è stato il deflusso di capitali dai fondi di investimento, sia obbligazionari sia azionari, che si è intensificato ed è rimasto su livelli consistenti sino a fine gennaio (grafico 1, diagramma di destra). Tale andamento è ascrivibile soprattutto agli investitori al dettaglio, mentre dagli investitori istituzionali hanno continuato a provenire afflussi di capitali. Parallelamente, e subito dopo due mesi di forti rialzi, nel trimestre conclusosi a fine gennaio un indice generale del mercato azionario ha perso oltre il 10% del suo valore (grafico 2, diagramma in alto a sinistra).

Questi sviluppi hanno trovato un corrispettivo nei mercati dei cambi, dove nuovi deprezzamenti valutari hanno messo sotto pressione le banche centrali inducendole ad alzare i tassi ufficiali o ad attingere alle riserve. I deprezzamenti sono cominciati a fine ottobre, sono proseguiti fino alla decisione della Federal Reserve sul tapering il 18 dicembre, e hanno avuto un'accelerazione il 23 gennaio (grafico 2, diagrammi in basso): in quella data, nel tentativo di preservare le riserve valutarie, la banca centrale argentina ha ridotto il proprio sostegno al peso, che ha perso immediatamente il 10% del suo valore rispetto al dollaro USA. Questo evento ha avuto ripercussioni anche all'esterno, portando a flessioni drastiche e concomitanti di una serie di valute di altri paesi emergenti, nonché a un'impennata degli spread creditizi relativi a un indice generale delle obbligazioni in moneta nazionale (grafico 2, diagramma in alto a sinistra).

Gli interventi delle autorità nei mercati emergenti hanno dato i loro frutti a febbraio, stabilizzando e in alcuni casi rafforzando le valute dei paesi emergenti e garantendo un po' di respiro alle imprese locali, che si erano rivolte in misura crescente ai mercati internazionali emettendo obbligazioni in valuta estera². Anche gli indici azionari hanno recuperato gran parte delle perdite di gennaio e gli spread creditizi si sono assottigliati.

Confronto fra le ondate di vendite di metà 2013 e gennaio 2014

Nonostante le similitudini nelle dinamiche aggregate dei tassi di cambio, le ultime due ondate di vendite nei mercati emergenti presentano differenze importanti. L'episodio di metà 2013 era stato messo in moto dall'annuncio inatteso della Federal Reserve, che dichiarava di stare valutando una graduale riduzione degli

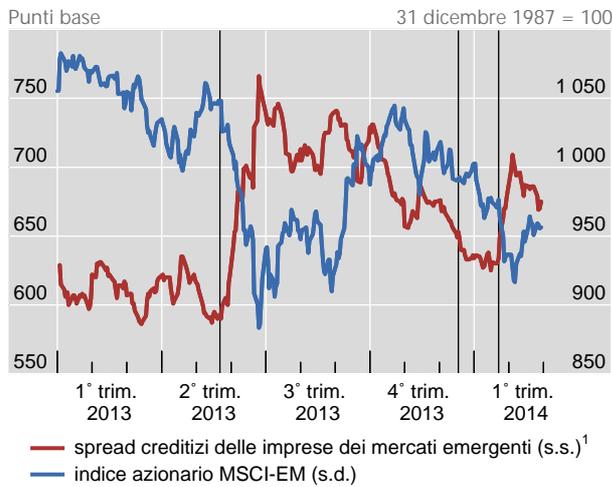
² Per una trattazione più approfondita sulle potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria dell'indebitamento in valuta estera delle imprese finanziarie non bancarie nei mercati emergenti, cfr. P. Turner, "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Papers*, n. 441, febbraio 2014.

Flessione dei corsi azionari, dei corsi obbligazionari e dei tassi di cambio

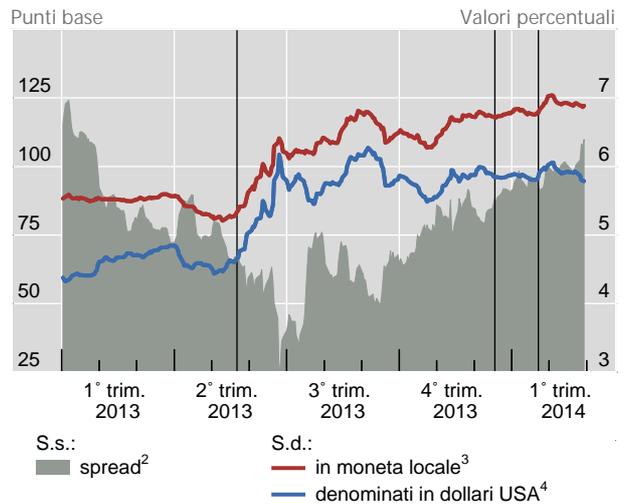
Economie emergenti

Grafico 2

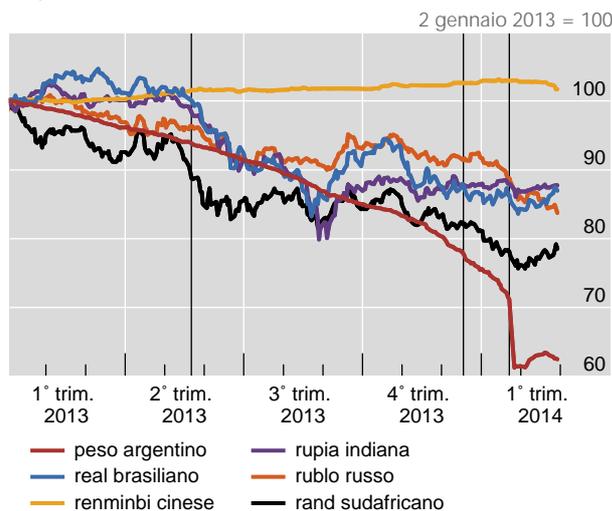
Mercati azionari e obbligazionari



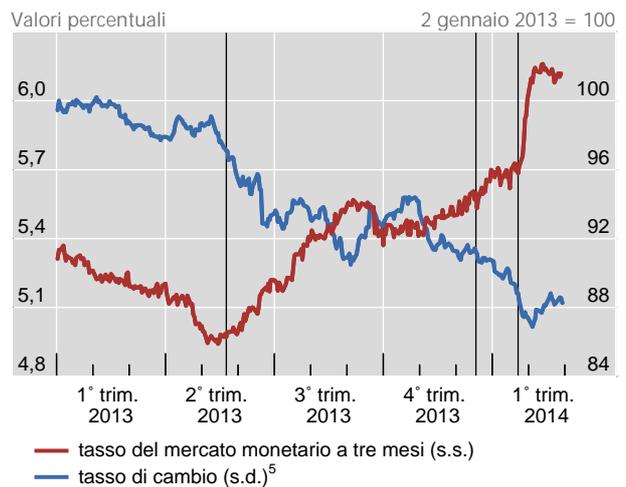
Rendimenti sovrani



Deprezamenti nell'arco dell'anno⁵



Tassi di interesse e tassi di cambio⁶



Le linee verticali nere indicano i principali annunci relativi al tapering il 22 maggio e il 18 dicembre 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di obbligazioni ad alto rendimento in moneta locale emesse da società finanziarie e non finanziarie. ² Rendimento sul debito denominato in moneta locale, meno rendimento sul debito denominato in dollari USA ³ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. ⁴ Indice JPMorgan EMBI Global Diversified, rendimento a scadenza scorporato. ⁵ Dollari USA per unità di moneta locale. ⁶ Media semplice di Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria.

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

acquisti su larga scala di attività finanziarie. L'annuncio era stato preceduto da un periodo di relativa stabilità dei tassi di cambio e di tassi di interesse bassi e in calo nelle economie emergenti (grafico 2, diagramma in basso a destra). Alla fine del 2013, invece, i mercati avevano ormai digerito l'avvio effettivo del tapering statunitense e in molte economie emergenti le prospettive macroeconomiche erano peggiorate. Durante il 2013 i tassi di cambio nei mercati emergenti avevano già subito in media un deprezzamento di circa il 10% rispetto al dollaro USA. Allo stesso

tempo, i tassi di interesse erano andati aumentando, poiché diversi paesi emergenti, come l'India, avevano già inasprito i tassi ufficiali in risposta all'ondata di vendite di metà 2013. Quando la pressione dei mercati si è intensificata il 23 gennaio, quindi, la forte reazione da parte delle autorità si è tradotta in un balzo dei tassi di interesse molto più accentuato che durante il precedente episodio (grafico 2, diagramma in basso a destra).

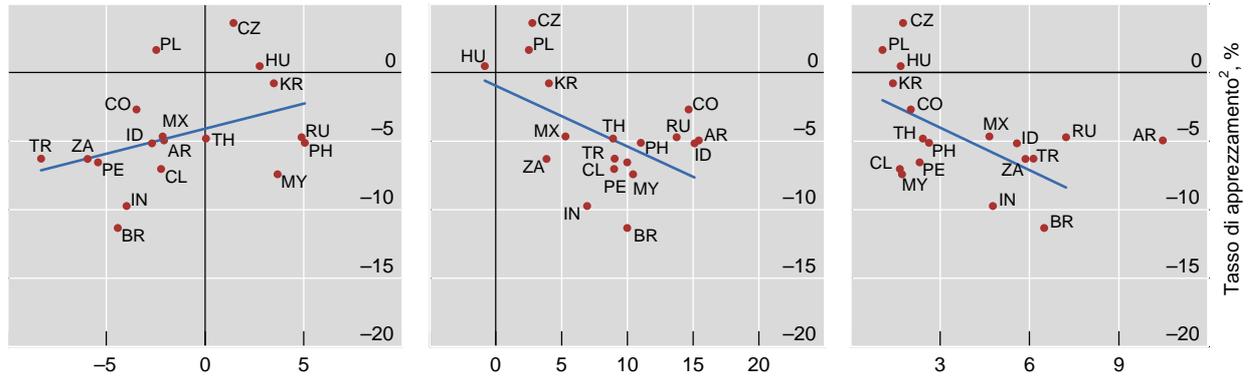
Inoltre, nel corso della seconda metà del 2013 il rischio di cambio ha assunto gradualmente un ruolo predominante nei mercati dei titoli di Stato. Durante la prima ondata di vendite in giugno i rendimenti sul debito denominato in dollari e quelli sul debito in valuta nazionale erano cresciuti all'unisono, trainati dalla percezione di un incremento del rischio di credito sovrano (grafico 2, diagramma in alto a destra). Al contrario, da luglio a gennaio il rendimento sul debito denominato in valuta nazionale è cresciuto di 80 punti base, mentre quello sul debito corrispondente in dollari è rimasto pressoché immutato, segno che il rischio di cambio ha preso il posto del rischio di credito come determinante fondamentale dei costi di indebitamento degli emittenti sovrani nei mercati emergenti.

Tale situazione ha fatto da sfondo ai differenti sviluppi nei mercati dei cambi nel corso delle due ondate di vendite. Da metà maggio a fine luglio 2013 erano state le valute delle economie emergenti con i maggiori squilibri esterni e interni a subire il deprezzamento più marcato. Per esempio, la presenza di forti disavanzi di conto corrente si era associata a una pressione al ribasso sui corsi delle valute (grafico 3, diagramma in alto a sinistra). Inoltre, gli investitori nei mercati dei cambi avevano mostrato diffidenza verso quei mercati emergenti che avevano un'inflazione elevata o che stavano registrando una rapida espansione del credito al settore privato non finanziario (grafico 3, diagrammi in alto al centro e in alto a destra). Durante questa ondata di vendite l'India e il Brasile, essendo fra le economie emergenti più vulnerabili, avevano visto le loro valute perdere circa il 10% rispetto al dollaro USA.

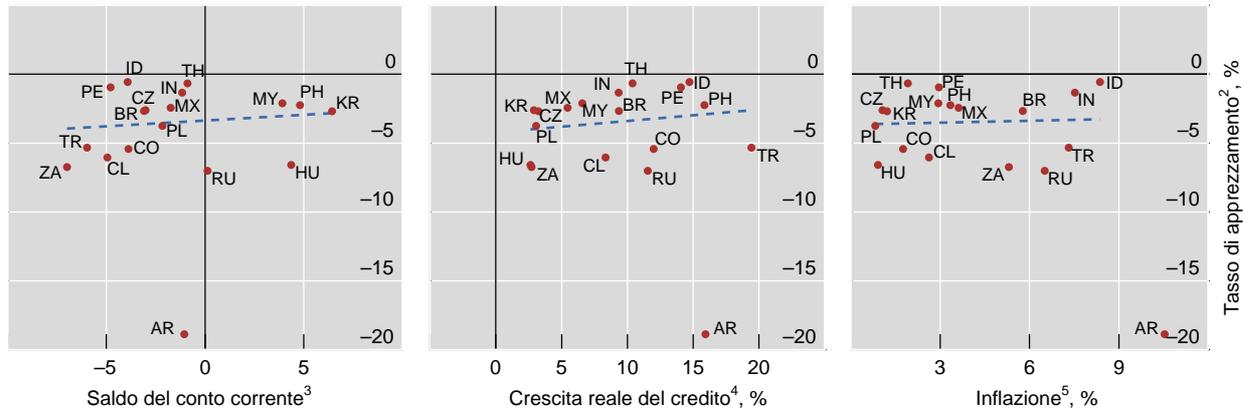
Le valute dei mercati emergenti hanno subito un pesante deprezzamento anche dagli inizi del 2014 fino al 3 febbraio, quando si sono stabilizzate, ma le energiche iniziative delle autorità hanno attenuato gli effetti della pressione dei mercati sui tassi di cambio. L'improvvisa flessione del peso argentino si è propagata all'esterno, e i mercati hanno penalizzato i paesi che avevano un forte disavanzo corrente: la lira turca e il rand sudafricano sono state così fra le valute che più si sono deprezzate nei giorni successivi. Per contenere questi sviluppi e le loro ricadute, a cavallo fra gennaio e febbraio diverse banche centrali hanno reagito con aumenti consistenti del tasso ufficiale. Queste misure hanno stabilizzato, e di recente addirittura apprezzato, i tassi di cambio (grafico 2, diagramma in basso a destra). Da parte loro, le autorità russe hanno difeso il rublo attingendo alle consistenti riserve valutarie. La banca centrale russa ha venduto \$7,8 miliardi a gennaio, contro i \$7 miliardi complessivi venduti a giugno e luglio. Queste misure – insieme all'importanza crescente delle tensioni politiche come fattore di rischio distintivo – hanno offuscato il rapporto tra i deprezzamenti delle valute dei mercati emergenti e i succitati indicatori di squilibri economici (grafico 3, diagrammi in basso).

Al momento di scegliere se alzare i tassi di interesse per difendere le rispettive valute, le autorità si trovano di fronte a un dilemma: da un lato, tassi di interesse più alti possono stabilizzare il tasso di cambio; dall'altro, tuttavia, possono altresì minare la macroeconomia. Nella situazione attuale la valutazione dell'orientamento di politica monetaria appropriato in molte economie emergenti è ulteriormente

Fra il 15 maggio e il 31 luglio 2013



Fra il 1° gennaio e il 3 febbraio 2014



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

¹ Le linee di tendenza non tengono conto dell'Argentina. Le linee di tendenza sono continue (tratteggiate) se la pendenza stimata è significativa (non significativa) al livello del 10%. Questo livello di significatività non viene raggiunto soltanto nel caso della regressione dei tassi di deprezzamento fra il 15 maggio e il 31 luglio sui saldi di conto corrente. La stessa regressione risulta tuttavia significativa se si utilizzano i tassi di deprezzamento fra il 15 maggio e l'inizio di settembre, quando in media le valute dei mercati emergenti hanno ricominciato ad apprezzarsi. L'estensione dell'orizzonte temporale non modifica i livelli di significatività per le altre due variabili. ² Variazione percentuale nel tasso di cambio per il periodo riportato. Un valore negativo indica un deprezzamento relativo della moneta locale rispetto al dollaro USA. ³ In percentuale del PIL, 1° trimestre 2013 (diagramma superiore) e 3° trimestre 2013 (diagramma inferiore). ⁴ Variazione percentuale sull'anno precedente del credito totale al settore privato non finanziario deflazionato in base all'IPC, 1° trimestre 2013 (diagramma superiore) e 3° trimestre 2013 (diagramma inferiore). ⁵ Variazione percentuale sull'anno precedente dell'IPC, aprile 2013 (diagramma superiore) e novembre 2013 (diagramma inferiore).

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

complicata dal fatto che negli ultimi anni le condizioni monetarie sono state estremamente accomodanti (cfr. riquadro). Un inasprimento potrebbe quindi normalizzare l'orientamento di politica monetaria, producendo un miglior allineamento tra i tassi di interesse e le condizioni macroeconomiche interne di fondo. Nondimeno, il prolungato periodo di tassi di interesse bassi ha alimentato un rapido accumulo di debito in diversi paesi. In un contesto simile, l'innalzamento dei tassi, abbinato a un indebolimento delle prospettive economiche, potrebbe scatenare una correzione disordinata degli squilibri finanziari rendendo più oneroso il servizio del debito per mutuatari sovraindebitati.

Le economie avanzate

Negli ultimi mesi gli investitori nelle economie avanzate hanno agito in base alla percezione di prospettive di crescita favorevoli e in un contesto di accomodamento monetario straordinario. Il sentimento di ottimismo si è tradotto in cospicui guadagni dei mercati azionari, consistenti afflussi di capitali verso i fondi azionari e un ininterrotto restringimento degli spread creditizi. Questi andamenti favorevoli sono stati messi alla prova a fine gennaio dall'ondata di vendite nei mercati emergenti e dai dati macroeconomici meno brillanti del previsto provenienti dagli Stati Uniti.

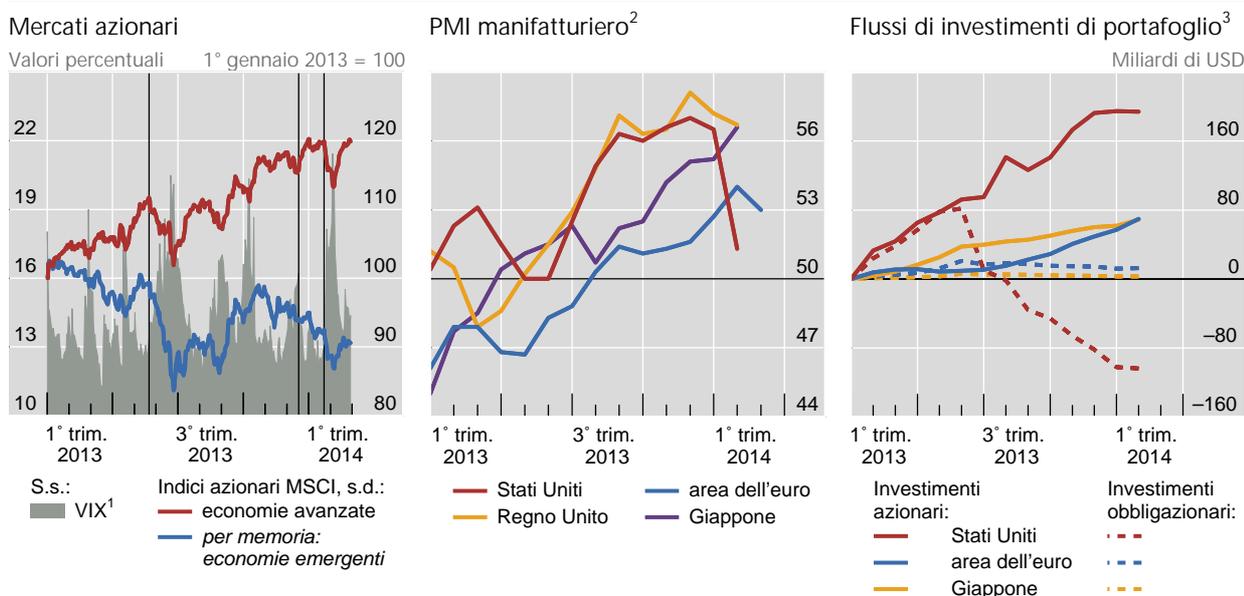
Da novembre a metà gennaio le quotazioni azionarie nelle economie avanzate hanno mantenuto una tendenza rialzista, in contrasto con quelle dei mercati emergenti (grafico 4, diagramma di sinistra). Sospinti dalle prospettive di crescita positive (grafico 4, diagramma centrale), gli indici azionari generali di Stati Uniti, area dell'euro e Giappone hanno guadagnato, tra il 1° novembre e il 22 gennaio, rispettivamente il 5, 4 e 10%, consentendo di assorbire senza strappi l'annuncio del tapering del 18 dicembre. L'incremento delle valutazioni è andato di pari passo con forti afflussi di capitali destinati ai fondi azionari, in particolare nell'area dell'euro (grafico 4, diagramma di destra).

In linea con la propensione manifestata per i titoli azionari, gli investitori alla ricerca di rendimento si sono rivolti ai mercati obbligazionari delle economie avanzate. Di conseguenza, gli spread sui titoli ad alto rendimento hanno continuato

Prospettive di crescita, mercati azionari e riposizionamento degli investitori

Economie avanzate

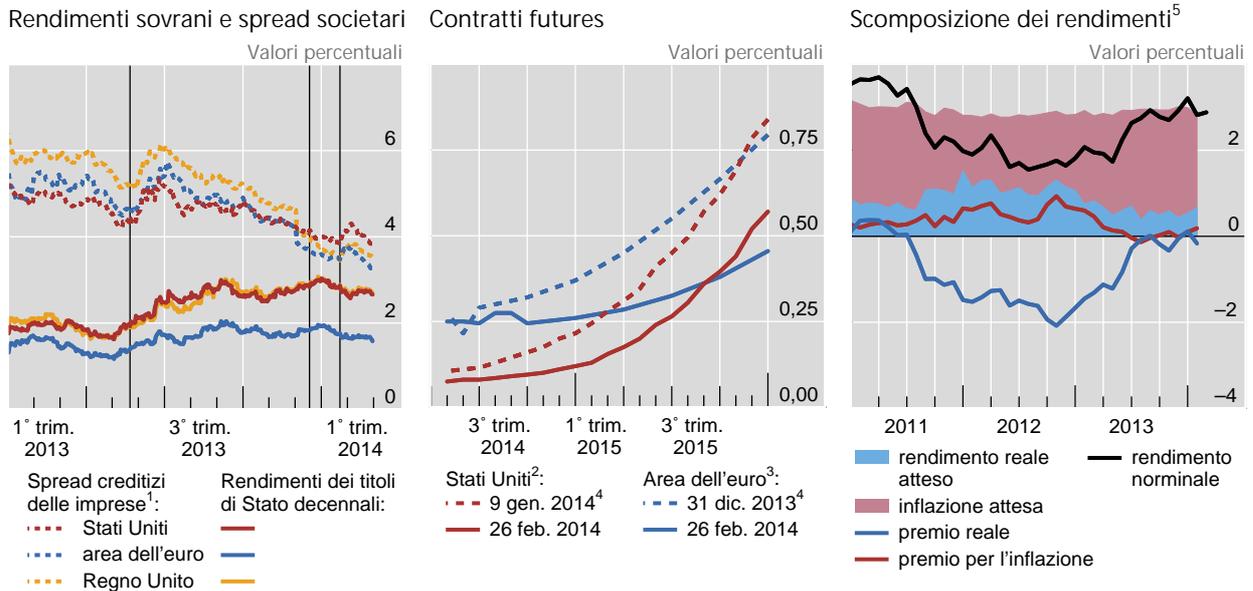
Grafico 4



Le linee verticali nere indicano i principali annunci relativi al tapering il 22 maggio e il 18 dicembre 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Indice della volatilità relativo al Chicago Board Options Exchange. ² Indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) ricavati da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). ³ Flussi netti cumulati.

Fonti: Bloomberg; Datastream; EPFR.



Le linee verticali nere indicano i principali annunci relativi al tapering il 22 maggio e il 18 dicembre 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di obbligazioni ad alto rendimento in moneta locale emesse da società finanziarie e non finanziarie. ² Futures sul tasso sui federal funds a trenta giorni. ³ Futures sull'Euribor a tre mesi. ⁴ Giorno del periodo 1° dicembre 2013-26 febbraio 2014 in cui si sono osservati i rendimenti più elevati. ⁵ Scomposizione del rendimento del titolo del Tesoro decennale, 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.

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

a restringersi verso i minimi di prima della crisi. Gli spread sugli indici generali delle obbligazioni societarie negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito sono diminuiti costantemente fino a metà gennaio, toccando i livelli più bassi dall'ottobre 2007 (grafico 5, diagramma di sinistra). Parallelamente, si è assistito a un'analogha contrazione degli spread sugli indici delle obbligazioni societarie di qualità più elevata, mentre i rendimenti sui titoli di Stato dei paesi periferici dell'area dell'euro sono rimasti stabili su livelli inferiori rispetto a quelli di metà 2013. Abbinata al miglioramento delle prospettive di crescita e alle aspettative di un inasprimento della politica monetaria, l'attrazione esercitata dai titoli di debito relativamente rischiosi ha contribuito a una rivalutazione del prezzo delle attività più sicure. I rendimenti dei titoli di Stato decennali di Stati Uniti e Regno Unito sono cresciuti di circa 40 punti base negli ultimi due mesi del 2013, mentre i quelli dei Bund tedeschi corrispondenti sono risaliti di 25 punti base. Contestualmente, si sono registrati deflussi di capitali dai fondi obbligazionari (grafico 4, diagramma di destra). Questi deflussi sono stati particolarmente consistenti negli Stati Uniti, dove la Federal Reserve ha avviato la graduale riduzione degli acquisti di titoli.

A fine gennaio nelle economie emergenti sono affiorate brevi tensioni di mercato, che si sono tuttavia dissipate a metà febbraio. I dati deludenti sulla crescita dei posti di lavoro negli Stati Uniti, unitamente a un'ondata di vendite di attività dei mercati emergenti, hanno portato a un brusco calo delle valutazioni e a un aumento

sia della volatilità nei mercati azionari (grafico 4, diagramma di sinistra) sia degli spread creditizi nel comparto ad alto rendimento (grafico 5, diagramma di sinistra). Parallelamente, i rendimenti sui titoli di Stato decennali dei paesi "core" dell'area dell'euro sono scesi, così come quelli dei paesi periferici, dove il clima di fiducia degli investitori era andato migliorando.

Nelle economie avanzate le autorità hanno continuato a sostenere la ripresa economica. Le banche centrali su entrambe le sponde dell'Atlantico si erano impegnate esplicitamente e ripetutamente a mantenere i tassi ufficiali su livelli bassissimi fino a quando la ripresa non si fosse consolidata (cfr. i precedenti numeri di questa Rassegna). Più recentemente, le banche centrali di Stati Uniti e Regno Unito hanno rivisto le indicazioni prospettiche (forward guidance), sottolineando che l'orientamento di politica monetaria sarebbe rimasto accomodante nonostante il calo più veloce del previsto del tasso di disoccupazione. Coerentemente con tutto questo, i mercati hanno posticipato di diversi mesi le aspettative di incrementi dei tassi ufficiali (grafico 5, diagramma centrale). Le curve dei future a fine febbraio indicavano che i mercati si aspettavano un aumento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti o nell'area dell'euro soltanto a 2015 inoltrato. Allo stesso modo, la limitata incertezza sulla politica monetaria e il suo impatto sull'inflazione, unita alla percezione che i mercati assorbirebbero il calo della domanda ufficiale di titoli a lungo termine, hanno mantenuto il premio di rischio incorporato nel rendimento dei buoni del Tesoro decennali statunitensi prossimo allo zero negli ultimi otto mesi (grafico 5, diagramma di destra).

L'influenza della politica monetaria USA sui tassi ufficiali nelle economie emergenti

Előd Takáts

La politica monetaria nei paesi avanzati, in particolare negli Stati Uniti, pare esercitare una notevole influenza sulla conduzione della politica monetaria in numerose economie emergenti (EME). Durante la cosiddetta "corsa al rendimento" a livello mondiale, in molte EME si temeva che i notevoli differenziali di interesse rispetto alle economie avanzate avrebbero indotto afflussi di capitali destabilizzanti e una sopravvalutazione dei tassi di cambio. Negli ultimi anni questi timori paiono aver mantenuto i tassi ufficiali delle EME su livelli inferiori a quelli giustificati dalle condizioni prettamente interne. Specularmente, l'avvio della normalizzazione della politica monetaria USA ha già iniziato a produrre aggiustamenti al rialzo dei tassi ufficiali, che sono stati accentuati dal mutato umore degli investitori, da un'inversione dei flussi di capitali e da forti pressioni al ribasso sui tassi di cambio.

I fattori che influenzano i tassi ufficiali nelle EME possono essere analizzati stimando un'equazione di Taylor. Nella sua versione standard tale equazione utilizza due variabili interne per spiegare i tassi ufficiali: l'inflazione (o il suo scostamento dall'obiettivo) e l'output gap. Il ragionamento sottostante è intuitivo: una politica monetaria anticiclica dovrebbe innalzare i tassi in presenza di un aumento dell'inflazione o di un surriscaldamento dell'economia, e abbassare i tassi in caso di calo dell'inflazione o laddove il prodotto sia inferiore al potenziale. Al fine di valutare l'impatto della politica monetaria statunitense l'equazione di Taylor standard viene qui ampliata introducendo un termine supplementare¹, stimando formalmente per ciascuna EME la seguente equazione:

$$r_{t,EME} = c + \alpha\pi_{t,EME} + \beta y_{t,EME} + \gamma r_{t,US} + \varepsilon_t$$

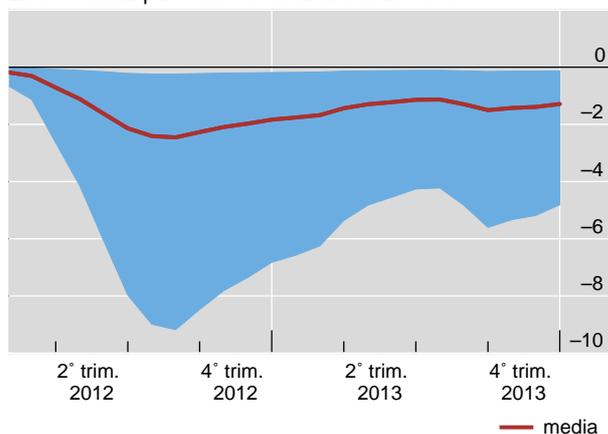
dove r_{EME} rappresenta il tasso ufficiale della EME in questione, π il tasso di inflazione e y l'output gap; r_{US} indica il tasso ufficiale "ombra" degli Stati Uniti². Come di consueto, ε è il termine di errore mentre t indica il trimestre. Il campione analizzato copre 20 EME nel periodo compreso tra il primo trimestre 2000 e il terzo trimestre 2013.

Determinazione del tasso ufficiale nelle economie emergenti

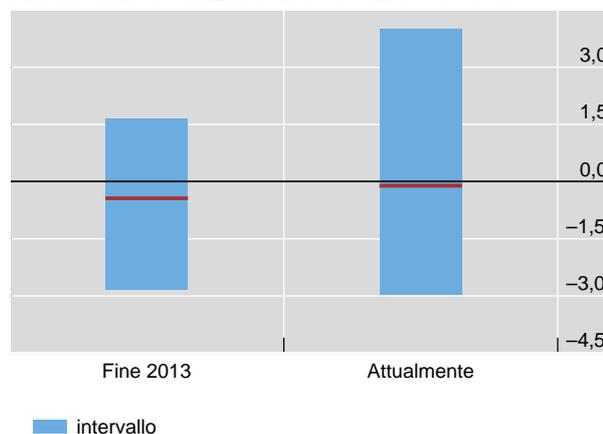
In punti percentuali

Grafico A

Effetto della politica monetaria statunitense¹



Tassi ufficiali in relazione alle condizioni interne²



¹ Componente determinata dal tasso ufficiale ombra statunitense nell'equazione Taylor ampliata per i paesi dove γ è significativo al livello del 5%, ossia: Brasile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Israele, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore (tasso overnight), Sudafrica, Turchia e Ungheria. ² Differenza fra i tassi ufficiali impliciti nelle componenti interne (inflazione e output gap) dell'equazione Taylor ampliata e i tassi effettivi per lo stesso insieme di paesi di cui sopra.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni degli autori.

I risultati confermano che l'equazione di Taylor ampliata è sostanzialmente in linea con la determinazione dei tassi ufficiali delle EME, ovvero la regressione si adatta bene ai tassi ufficiali osservati. Essi confermano inoltre che la politica monetaria USA produce un effetto significativo che prevale sulle condizioni interne: la politica monetaria degli Stati Uniti, misurata dal parametro, γ è statisticamente significativa per la maggior parte dei mercati emergenti (16 su 20). Più specificamente, i risultati indicano che in queste economie la politica monetaria statunitense si associa a tassi ufficiali mediamente più bassi di 150 punti base a partire dal 2012 (grafico A, diagramma di sinistra, linea rossa), sebbene vi siano considerevoli differenze tra paesi e periodi di tempo (fascia di colore azzurro). Tale riscontro concorda con i risultati di recenti studi, dai quali si evince che la politica monetaria delle EME è stata generalmente più accomodante di quanto prescritto dalla regola di Taylor^③. Ad esempio, persino alla fine del 2013, dopo gli aggiustamenti indotti dall'ondata di vendite di maggio, i tassi ufficiali delle EME tendevano mediamente a collocarsi su livelli inferiori di 50 punti base rispetto a quelli giustificati dalle componenti interne delle equazioni di Taylor stimate (grafico A, diagramma di destra, linea rossa sulla prima colonna). Il recente inasprimento monetario nelle EME ha contribuito a eliminare in media questo divario (linea rossa nella seconda colonna). Tuttavia, queste medie celano un notevole aumento della dispersione (barre blu), che riflette alcune oscillazioni improvvise e specifiche piuttosto che un riallineamento generalizzato dei tassi ufficiali.

Naturalmente, un confronto dei tassi ufficiali con un semplice benchmark va interpretato con cautela. La misurazione di variabili non osservabili, come l'output gap, presenta molte difficoltà. Persino il tasso ufficiale potrebbe non essere una misura accurata delle condizioni monetarie, poiché le EME stanno facendo crescente ricorso ad altre misure di politica monetaria e a strumenti macroprudenziali per influire sulle condizioni monetarie. Inoltre, i risultati presentati in questo riquadro, pur essendo rappresentativi per le economie emergenti nel loro insieme, non dovrebbero essere considerati validi per ciascun paese preso singolarmente. Ciò detto, il riscontro di condizioni monetarie eccezionalmente accomodanti nelle economie emergenti pare abbastanza solido, e conserverebbe la sua validità anche laddove venissero impiegati altri benchmark, come il tasso di crescita dell'economia. Esso concorda inoltre con la presenza di forti boom del credito e dei prezzi delle attività in numerosi paesi. In particolare, le evidenze recenti indicano che in presenza di siffatti boom il prodotto potenziale tende a essere sovrastimato^④.

① Per maggiori dettagli sulla stima, cfr. E. Takáts e A. Vela "International monetary policy transmission", *BIS Papers*, 2014 (di prossima pubblicazione), disponibile su richiesta. Lo studio mostra che la regola di Taylor standard non rileva appieno l'evoluzione dei tassi ufficiali nella maggior parte delle EME, e che l'inclusione di una misura del tasso ufficiale USA migliora notevolmente le stime. ② Il tasso ufficiale ombra è stato sviluppato da M. Lombardi e F. Zhu in "Filling the gap: a factor based shadow rate to gauge monetary policy", 2014 (mimeo), per tenere conto dell'impatto delle politiche monetarie non convenzionali statunitensi al raggiungimento della soglia zero dei tassi di interesse. Tale tasso può ovviamente assumere valori negativi. ③ Cfr. anche B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una "Grande Deviazione" globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012. ④ Cfr. C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013.