

Mercati discordanti?

Le banche centrali hanno riaffermato la loro influenza sui mercati finanziari negli ultimi mesi, dopo due trimestri scanditi da episodi di forte volatilità. I mercati hanno dato prova di capacità di tenuta di fronte a una serie di sviluppi politici potenzialmente destabilizzanti. Tuttavia, sono rimasti dubbi sull'accuratezza con cui la configurazione dei prezzi delle attività riflette i rischi sottostanti.

Nel periodo in rassegna i segnali moderati ma persistenti di un rafforzamento della crescita mondiale e l'azione di sostegno delle politiche monetarie sembrano aver riaperto la propensione al rischio degli investitori. Ne sono risultati un'attenuazione della volatilità nei mercati finanziari, un rincaro delle materie prime, una riduzione degli spread sulle obbligazioni societarie, un rialzo dei mercati azionari e una ripresa degli investimenti di portafoglio nelle economie emergenti (EME). Contemporaneamente, i rendimenti nei principali mercati del reddito fisso sono precipitati verso nuovi minimi e i volumi di titoli di Stato scambiati con rendimenti negativi hanno registrato un ulteriore aumento, superando brevemente i \$10 000 miliardi a luglio. Durante l'estate i rendimenti sotto lo zero si sono estesi al mercato delle obbligazioni societarie ad alto rating, in particolare nell'area dell'euro. La discordanza evidente tra, da una parte, rendimenti obbligazionari a minimi storici e, dall'altra, prezzi delle azioni nettamente più elevati in un contesto di bassa volatilità ha gettato un'ombra sulle valutazioni in questi mercati. I livelli depressi delle quotazioni azionarie delle banche e i segnali nascenti di tensioni nei mercati della provvista bancaria hanno appesantito il clima.

L'esito del referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione europea ha colto di sorpresa numerosi osservatori e provocato scompiglio sui mercati per qualche giorno. Tuttavia, il suo impatto è scemato rapidamente. La risposta delle banche centrali e l'aspettativa degli investitori di un prolungamento del periodo di politica monetaria accomodante sembrano aver avuto un effetto rassicurante.

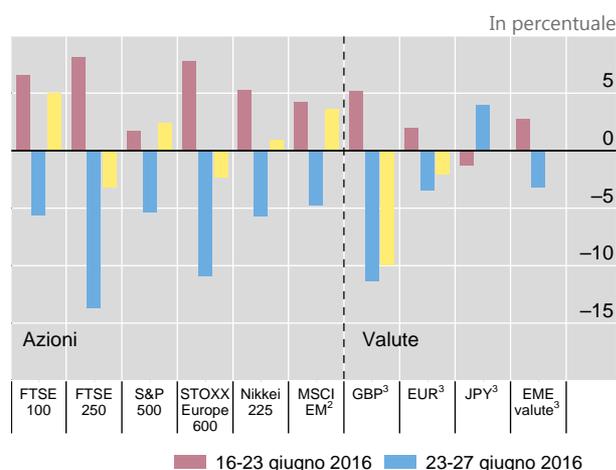
Brexit: oltre la reazione dei mercati

Nella settimana precedente il referendum del 23 giugno sull'appartenenza del Regno Unito all'Unione europea, un'ondata di ottimismo aveva spinto al rialzo i prezzi delle attività. Le azioni avevano registrato guadagni significativi nel Regno Unito e nell'Europa continentale, ma l'aumento delle valutazioni aveva riguardato numerosi mercati. Gli spread societari si erano ristretti (soprattutto nel comparto dell'alto rendimento) e la sterlina si era apprezzata del 5% nei confronti del dollaro USA, toccando brevemente il suo valore massimo dall'inizio dell'anno (grafico 1, barre rosse in entrambi i diagrammi).

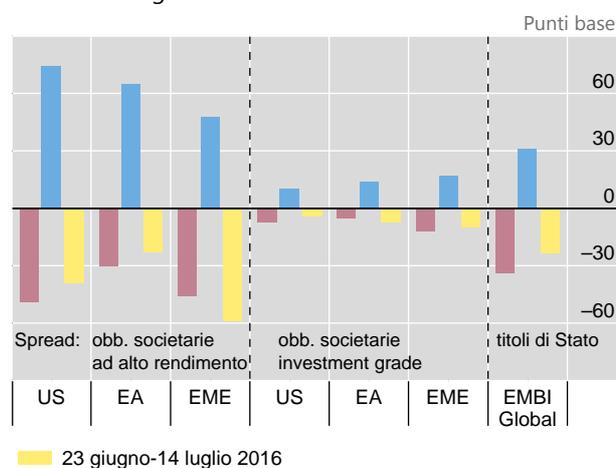
Il voto sulla Brexit ha avuto un impatto transitorio su gran parte dei prezzi delle attività¹

Grafico 1

Mercati azionari e valutari



Mercati obbligazionari



EUR = euro; GBP = sterlina; JPY = yen.

EA = area dell'euro; EME = economie emergenti; US = Stati Uniti.

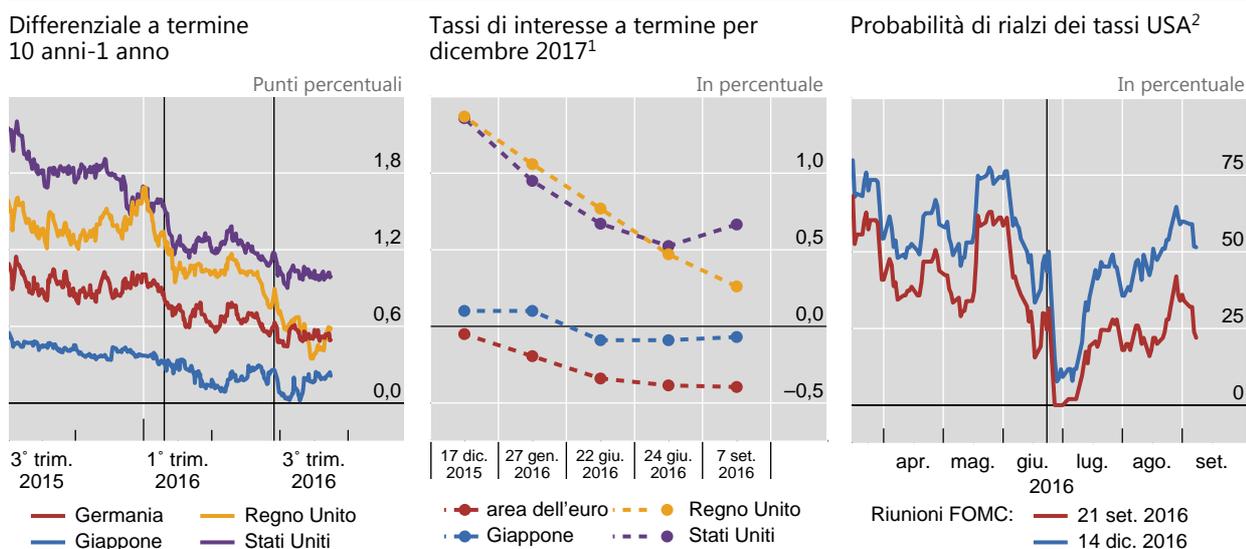
¹ Variazioni nel periodo indicato. ² Indice MSCI Emerging Markets, in dollari USA. ³ Un calo indica un deprezzamento della valuta indicata rispetto al dollaro USA. Per le valute delle EME, media semplice del real brasiliano, renminbi cinese, peso colombiano, won coreano, rupia indiana, rupia indonesiana, ringgit malese, peso messicano, zloty polacco, corona ceca, rand sudafricano, lira turca e fiorino ungherese.

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

L'esito del voto ha colto di sorpresa i mercati, innescando un repentino aggiustamento dei prezzi. Nei due giorni di contrattazione successivi i principali indici azionari delle economie avanzate (AE) sono precipitati di oltre il 5% e l'FTSE 250 ha perso quasi il 15%. Nello stesso arco temporale la sterlina è crollata del 10% e il dollaro USA ha registrato un apprezzamento generalizzato, tranne nei confronti dello yen (grafico 1, barre blu nel diagramma di sinistra). I differenziali a termine si sono appiattiti nei principali mercati obbligazionari: lo spread tra il titolo di Stato britannico (Gilt) a 1 anno e quello a 10 anni è calato di quasi 20 punti base (grafico 2, diagramma di sinistra). Gli spread sul debito societario ad alto rendimento negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si sono ampliati di circa 70 punti base e quelli del comparto investment grade hanno segnato un aumento superiore al calo della settimana precedente (grafico 1, barre blu nel diagramma di destra). I benchmark delle economie emergenti hanno registrato oscillazioni più moderate, ma hanno sostanzialmente seguito lo stesso andamento.

Malgrado l'intensità di questa reazione iniziale, le condizioni di mercato sono rimaste ordinate, i volumi delle contrattazioni si sono mantenuti elevati e le valutazioni si sono riprese rapidamente. Le banche centrali sono state tempestive nell'annunciare la loro disponibilità a fornire liquidità e ad assicurare il corretto funzionamento dei mercati¹. Persino durante il crollo la liquidità è rimasta su livelli

¹ Il 24 giugno la Federal Reserve, la BCE e la Bank of England, così come la People's Bank of China, hanno pubblicato dei comunicati al riguardo. Il Global Economy Meeting, principale forum di discussione che riunisce i governatori di banche centrali membri della BRI, ha pubblicato un comunicato stampa a sostegno delle misure di emergenza attuate dalla Bank of England. Tutti i comunicati hanno messo in risalto la collaborazione tra le banche centrali nel monitorare le potenziali minacce per la stabilità finanziaria e nel farvi fronte.



Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit); la linea verticale nel diagramma di destra indica il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Per l'area dell'euro, futures sull'Euribor a tre mesi; per il Giappone, futures sul Tibor a tre mesi; per il Regno Unito, futures sulla sterlina a 90 giorni e per gli Stati Uniti, futures sul tasso sui federal fund a 30 giorni. ² Sulla base delle probabilità implicite nei futures sul tasso sui federal fund tratte da Bloomberg, al 7 settembre 2016.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

adeguati, soprattutto nel mercato del reddito fisso (riquadro A). Il clima è mutato radicalmente la settimana seguente e, a metà luglio, la maggior parte delle classi di attività superava i prezzi di chiusura registrati il 23 giugno. Persino l'FTSE 100, che comprende le società britanniche maggiormente esposte alla domanda estera, ha chiuso in rialzo del 5% rispetto ai livelli pre-referendum, sostenuto dal persistente deprezzamento della sterlina². Ciò detto, le attività strettamente connesse con il Regno Unito e l'Europa sono rimaste più deboli. La sterlina, l'FTSE 250 (le cui società hanno tendenzialmente una quota di ricavi derivante dall'operatività nazionale più ampia rispetto a quelle dell'FTSE 100), le azioni europee e l'euro si sono mantenuti al di sotto delle valutazioni registrate subito prima del referendum (grafico 1, barre gialle).

Il voto sulla Brexit ha innescato una rivalutazione generalizzata dell'evoluzione delle politiche monetarie a livello mondiale. In un contesto in cui il miglioramento della crescita tendenziale è ancora avvertito come fragile nella maggior parte delle economie avanzate e in cui l'inflazione si mantiene persistentemente bassa, l'ulteriore incertezza creata dalla Brexit è stata percepita come la sollecitazione di una risposta chiara da parte delle principali banche centrali: i tassi ufficiali sarebbero rimasti "più bassi più a lungo".

All'indomani del voto i mercati si aspettavano che la Bank of England mantenesse il tasso ufficiale invariato almeno fino al dicembre 2017 (grafico 2, diagramma centrale). Tuttavia, il 4 agosto la banca centrale ha ridotto il tasso ufficiale di 25 punti base (allo 0,25%) e ha ampliato il programma di acquisti di titoli di Stato di

² Ciò nonostante, in termini di dollari USA l'FTSE 100 è rimasto al di sotto dei livelli pre-referendum di quasi il 5%, a indicare la percezione dei mercati di un deterioramento duraturo delle condizioni economiche future delle società incluse nell'indice.

£60 miliardi, portando il totale a £435 miliardi. La banca centrale ha inoltre avviato un nuovo programma di acquisti di obbligazioni societarie per £10 miliardi e lanciato un nuovo Term Funding Scheme, che permetterà alle banche di finanziarsi a tassi prossimi a quello di politica monetaria. I tassi di interesse a termine per dicembre 2017 sono immediatamente scesi al nuovo livello del tasso ufficiale, a indicazione del fatto che non era attesa una rapida inversione di marcia da parte delle autorità.

Subito dopo il voto i mercati finanziari hanno anticipato un ulteriore differimento da parte della Fed della ripresa del suo ciclo di rialzi (grafico 2, diagramma di destra). Ai dubbi sull'evoluzione dei tassi ufficiali si è aggiunto il dibattito in corso tra gli economisti sul calo evidente del tasso di interesse naturale negli Stati Uniti e in altri paesi³. Date queste considerazioni di breve e lungo termine, la strada verso una "normalizzazione" è apparsa più lunga e più moderata di quanto previsto. A fine luglio, a fronte della pubblicazione di dati molto positivi sull'economia statunitense, i mercati hanno rivisto le loro aspettative riguardanti i tempi previsti dei futuri rialzi del tasso sui federal fund (grafico 2, diagramma di destra), ma i tassi di interesse a termine continuavano a evidenziare tutt'al più un solo aumento entro fine 2017 (grafico 2, diagramma centrale).

Nell'area dell'euro e in Giappone, la Brexit è stata indicata spesso dalle banche centrali come uno dei rischi per le prospettive economiche. Il 21 luglio la BCE ha riaffermato la propria volontà di mantenere i tassi di interesse ufficiali ai livelli attuali o inferiori per un periodo di tempo prolungato e ben oltre il termine previsto per il programma di acquisti. Inoltre, la banca ha sottolineato che tale programma, provvisoriamente destinato a chiudersi nel marzo 2017, potrebbe essere esteso fino a quando il Consiglio direttivo risconterà un aggiustamento durevole dell'evoluzione dell'inflazione, coerente con il proprio obiettivo. Il 29 luglio la Bank of Japan ha annunciato un ampliamento del suo programma straordinario "qualitative and quantitative easing" (QQE), raddoppiando il ritmo annuale di acquisti di exchange-traded fund (ETF) e portandone il totale a ¥6 000 miliardi, ossia quasi l'8% del principale programma di acquisti di titoli di Stato giapponesi. Inoltre, ha annunciato misure aggiuntive volte ad alleviare le tensioni crescenti nei mercati della provvista in dollari USA per le banche giapponesi (si veda oltre)⁴. In separata sede, il governo giapponese rinforzava le politiche di bilancio espansive.

Dal punto di vista dei mercati la prevista divergenza tra la politica monetaria degli Stati Uniti da una parte e quella dell'area dell'euro e del Giappone dall'altra non ha subito molte variazioni nel periodo in rassegna (grafico 3, diagramma di sinistra). In questo contesto, il dollaro è rimasto pressoché stabile nei confronti dell'euro e dello yen, e di fatto nei confronti della maggior parte delle altre valute, dopo la reazione iniziale all'esito del referendum britannico (diagramma di destra). La principale voce fuori dal coro è stata la sterlina, deprezzatasi nettamente dopo il referendum, mentre

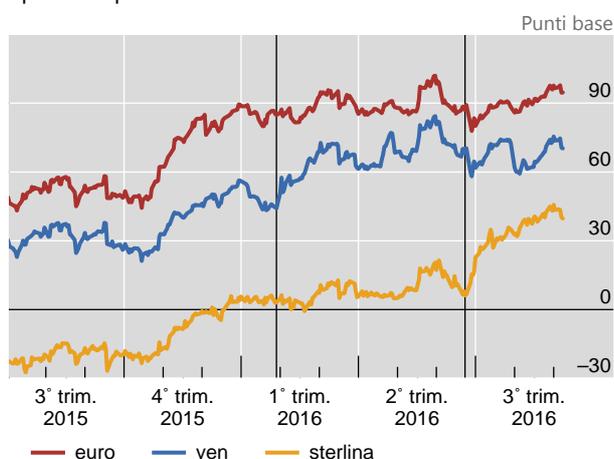
³ Il tasso di interesse neutrale (o "tasso naturale") è il tasso di interesse compatibile con un prodotto effettivo pari a quello potenziale (e quindi un'inflazione stabile) nel lungo periodo. Un calo del tasso naturale indica di norma un processo di "normalizzazione" più graduale e un livello di arrivo dei tassi inferiore. Per opinioni alternative sul livello del tasso naturale, compreso un punto di vista che integra esplicitamente l'impatto del ciclo finanziario, cfr. il riquadro IV.C della *86ª Relazione annuale* della BRI e i riferimenti ivi citati.

⁴ Nello specifico, la Bank of Japan ha raddoppiato il suo programma di prestiti in dollari USA, portandolo a \$24 miliardi, e ha istituito un meccanismo che permetterà alle banche giapponesi di prendere in prestito titoli di Stato giapponesi usando le loro riserve. A loro volta, queste obbligazioni possono essere costituite in garanzia per operazioni di finanziamento in dollari.

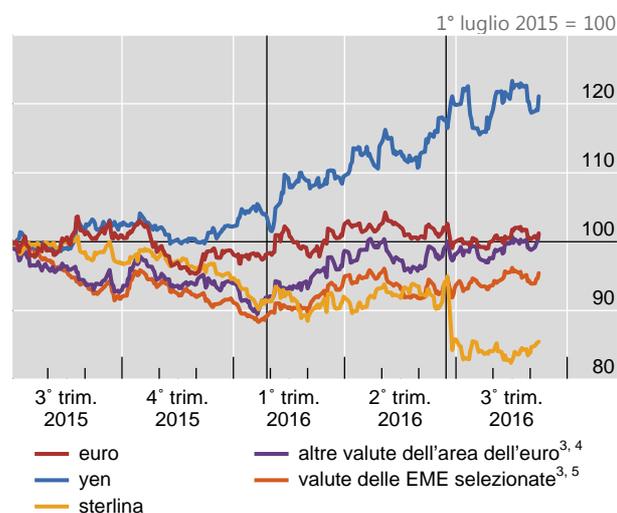
Il dollaro si stabilizza a fronte dell'aspettativa di una limitata divergenza delle politiche monetarie

Grafico 3

Spread rispetto all'OIS in dollari USA a un anno¹



Tassi di cambio bilaterali nominali²



Le linee verticali indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Differenza tra l'overnight index swap (OIS) in dollari USA a un anno e l'OIS a un anno in euro/yen/sterlina. ² Un calo indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA. ³ Media semplice delle valute elencate. ⁴ Dollaro australiano, dollaro canadese, dollaro neozelandese, corona norvegese, corona svedese e franco svizzero. ⁵ Real brasiliano, renminbi cinese, peso colombiano, won coreano, rupia indiana, rupia indonesiana, ringgit malese, peso messicano, zloty polacco, corona ceca, rand sudafricano, lira turca e fiorino ungherese.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

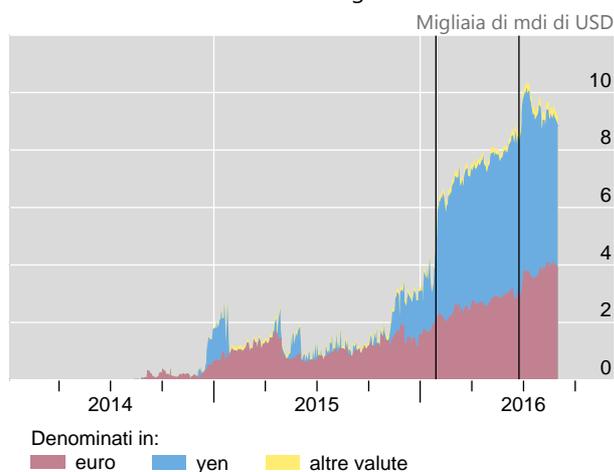
gli investitori scontavano un aumento della divergenza a medio termine tra le politiche monetarie del Regno Unito e degli Stati Uniti (diagramma di sinistra).

Le banche centrali delle altre economie hanno parimenti seguito la strada dell'allentamento. La maggior parte delle modifiche delle politiche monetarie attuate in seguito al referendum ha dato luogo a un orientamento più accomodante, spesso motivato dalla Brexit o dalle difficili condizioni mondiali. Le uniche eccezioni sono state rappresentate da alcune banche centrali di grandi paesi produttori di materie prime in America latina, che hanno aumentato i tassi allo scopo di stabilizzare i mercati valutari e contenere le pressioni inflazionistiche.

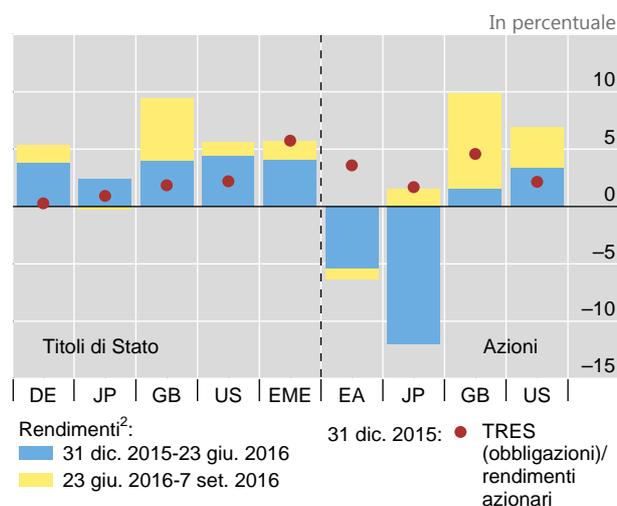
I rendimenti nei principali mercati del reddito fisso sono sotto pressione

Col diffondersi della percezione di un rafforzamento dell'allentamento monetario, i rendimenti nei più importanti mercati del reddito fisso sono rimasti sotto pressione. Pochi giorni dopo il referendum britannico, stime prudenti dei volumi di titoli di Stato scambiati con rendimenti negativi superavano i \$10 000 miliardi di dollari USA

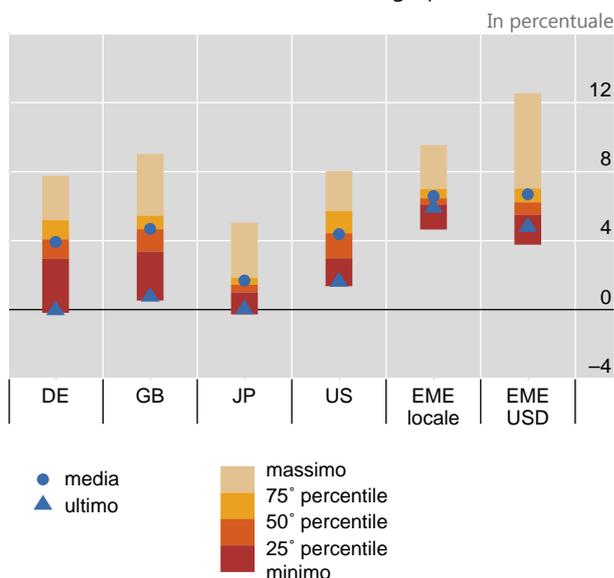
Titoli di Stato con rendimenti negativi¹



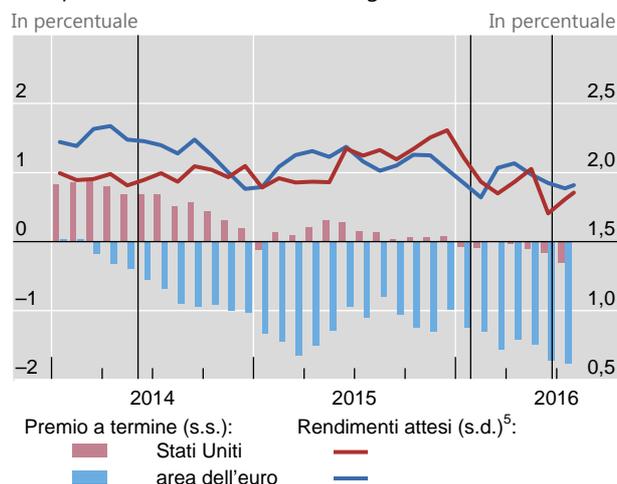
Performance e rendimenti



Rendimenti dei titoli di Stato nel lungo periodo³



Componenti dei rendimenti obbligazionari⁴



DE = Germania; EA = area dell'euro; EME locale = Indice JPMorgan GBI-EM a 7-10 anni, rendimento a scadenza in valuta locale; EME USD = Indice JPMorgan EMBI Global a 7-10 anni, rendimento a scadenza in dollari USA; GB = Regno Unito; JP = Giappone; US = Stati Uniti.

Le linee verticali nel diagramma in alto a sinistra indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit). Le linee verticali nel diagramma in basso a destra indicano il 5 giugno 2014 (annuncio della BCE di tassi negativi sulle operazioni di deposito), 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Analisi basata sui titoli compresi nell'indice obbligazionario World Sovereign di Bank of America Merrill Lynch. ² Performance periodiche nei periodi indicati. Per i titoli di Stato, sulla base degli indici obbligazionari aggregati di Barclays, 7-10 anni; per le azioni, sulla base di indici azionari. ³ Basandosi su valori storici di lungo periodo dei rendimenti a 10 anni dei titoli di Stato in valuta locale. ⁴ Scomposizione del rendimento nominale a 10 anni basata sulla stima di un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto; cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014. I rendimenti sono espressi in termini nominali (zero coupon); per l'area dell'euro, si usano i dati relativi al titolo di Stato francese. ⁵ Differenza tra il rendimento zero coupon nominale a 10 anni e il premio a termine stimato a 10 anni.

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

(grafico 4, diagramma in alto a sinistra)⁵. I rendimenti sotto lo zero si sono progressivamente estesi alle obbligazioni societarie investment grade nelle economie avanzate. A fine agosto alcune fonti di mercato stimavano che fino al 30% dei titoli del comparto societario ad alto rating del mercato del reddito fisso dell'area dell'euro era scambiato con rendimenti negativi. A luglio il Tesoro tedesco era riuscito a collocare presso il pubblico per la prima volta bund decennali con rendimenti negativi (-0,05%). Nel mercato dei Gilt, gli acquisti della Bank of England, combinati con la riluttanza iniziale degli investitori istituzionali a vendere, hanno spinto i rendimenti ai minimi storici. Dal referendum agli inizi di settembre le plusvalenze sulle scadenze prossime ai 10 anni erano cresciute di quasi il 6%. Alcuni Gilt a scadenza più lunga hanno registrato plusvalenze superiori al 20%. Grazie ai capital gain derivanti dal calo dei rendimenti, le performance nei principali mercati del reddito fisso quest'anno sono paragonabili a quelle dei mercati azionari (grafico 4, diagramma in alto a destra).

Di conseguenza, i rendimenti nei principali mercati obbligazionari hanno continuato a segnare minimi storici. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di interesse a breve termine, prossimi allo zero, non sono mai stati così bassi dalla Grande Depressione, mentre in Germania e Giappone hanno raggiunto livelli negativi senza precedenti durante l'estate. All'inizio di settembre anche i rendimenti nominali delle obbligazioni con scadenza prossima a 10 anni erano a minimi di lungo periodo in questi paesi (grafico 4, diagramma in basso a sinistra).

In questo contesto, alcuni osservatori hanno espresso il dubbio che i principali mercati del reddito fisso potessero essere sopravvalutati. Definire la sopravvalutazione dei titoli di Stato non è facile, ma un raffronto con la crescita del PIL nominale indica che i rendimenti sono bassi. Negli ultimi 65 anni i rendimenti decennali e gli andamenti generali della crescita del PIL nominale di Stati Uniti, Germania, Giappone e Regno Unito sono andati sostanzialmente di pari passo. Presumibilmente, i rendimenti obbligazionari reali e le componenti di inflazione attesa dei rendimenti nominali sono stati in linea rispettivamente con l'evoluzione della crescita del PIL reale e dell'inflazione. Da qualche tempo i rendimenti obbligazionari nominali sono nettamente inferiori alla crescita del PIL nominale in tutti e quattro i paesi⁶.

Questo livello storicamente basso dei rendimenti obbligazionari ha coinciso con bassi premi a termine stimati. La compressione dei premi a termine sembra aver accelerato dopo l'adozione di tassi di interesse negativi, prima nell'area dell'euro, poi in Giappone. In seguito, la Brexit sembra averla esacerbata (grafico 4, diagramma in basso a destra). Anche le aspettative sui tassi di interesse futuri hanno giocato un ruolo. La rivalutazione da parte degli investitori della probabilità del protrarsi di politiche monetarie accomodanti nelle principali valute ha spinto al ribasso i rendimenti nominali (stesso diagramma). Se ciò vale in particolare per gli Stati Uniti, dove le previsioni di un ritmo più sostenuto di normalizzazione si sono parzialmente invertite agli inizi del 2016, nell'area dell'euro la componente delle aspettative ha avuto un'incidenza minore.

⁵ Altre stime, che comprendono le obbligazioni societarie ad alto rating, portano questa cifra tra i \$13 000 e 16 000 miliardi.

⁶ Per un'analisi più approfondita dell'attuale contesto di bassi tassi di interesse, cfr. BRI 86^a *Relazione annuale*, Capitolo II.

Prevale l'esuberanza in altri mercati finanziari

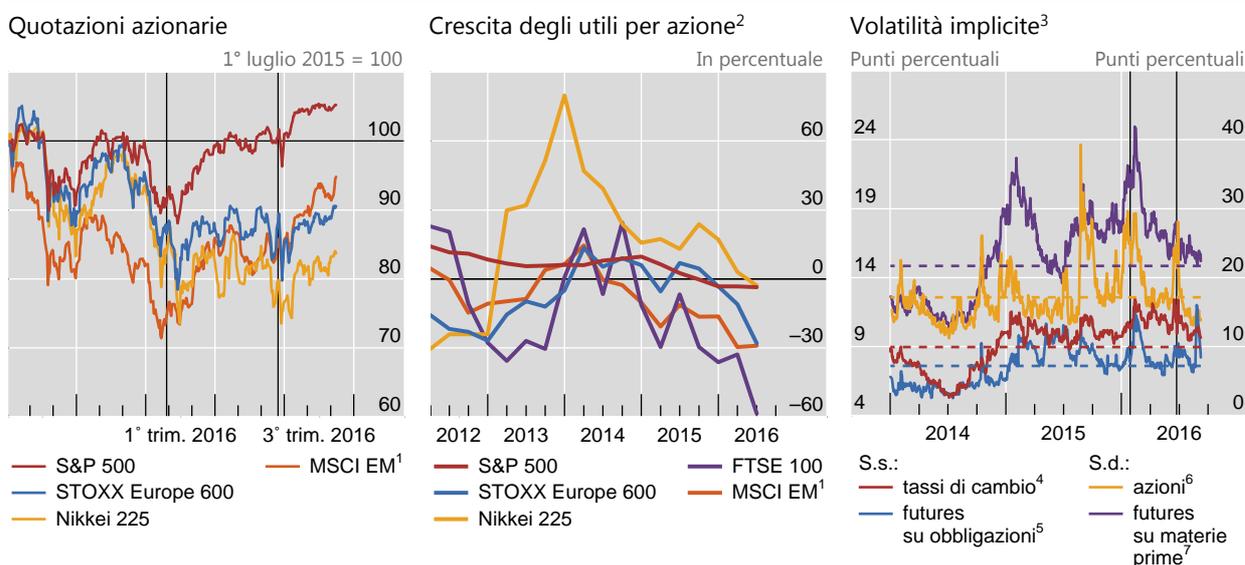
Mentre i rendimenti nei principali mercati del reddito fisso raggiungevano minimi storici su scadenze via via più lunghe, cosa di norma associata ad aspettative di crescita debole, le azioni e altri segmenti del mercato evidenziavano una rinnovata vivacità, mettendo in risalto una certa discordanza.

Dopo un inizio d'anno turbolento, i mercati avevano già cominciato a riprendersi. L'inversione di tendenza può essere fatta risalire al periodo tra il 29 gennaio, data dell'adozione da parte della Bank of Japan di tassi di interesse negativi, e il 10 marzo, giorno in cui la BCE ha annunciato un ulteriore ampliamento del suo programma. A luglio e agosto, dopo che i mercati finanziari si erano lasciati la Brexit alle spalle, l'esuberanza è ripresa a pieno regime. A metà luglio, nonostante gli utili deboli, i mercati azionari negli Stati Uniti toccavano massimi storici (grafico 5, diagrammi di sinistra e centrale). Dopo aver segnato un ribasso nel secondo trimestre, i corsi azionari nelle EME hanno anch'essi ripreso a salire e sono tornati su livelli non osservati dall'anno precedente. L'andamento delle valutazioni europee e giapponesi è stato meno definito, alla luce delle incertezze specifiche di queste aree.

Le volatilità implicite sono tendenzialmente calate in direzione, o al di sotto, delle medie post-crisi (grafico 5, diagramma di destra). La volatilità dei mercati azionari si è rapidamente avvicinata ai minimi registrati brevemente nel luglio del 2014. In altri mercati la volatilità è stata meno contenuta, oscillando intorno alle medie più recenti

La ripresa dei mercati dopo la turbolenza di inizio anno

Grafico 5



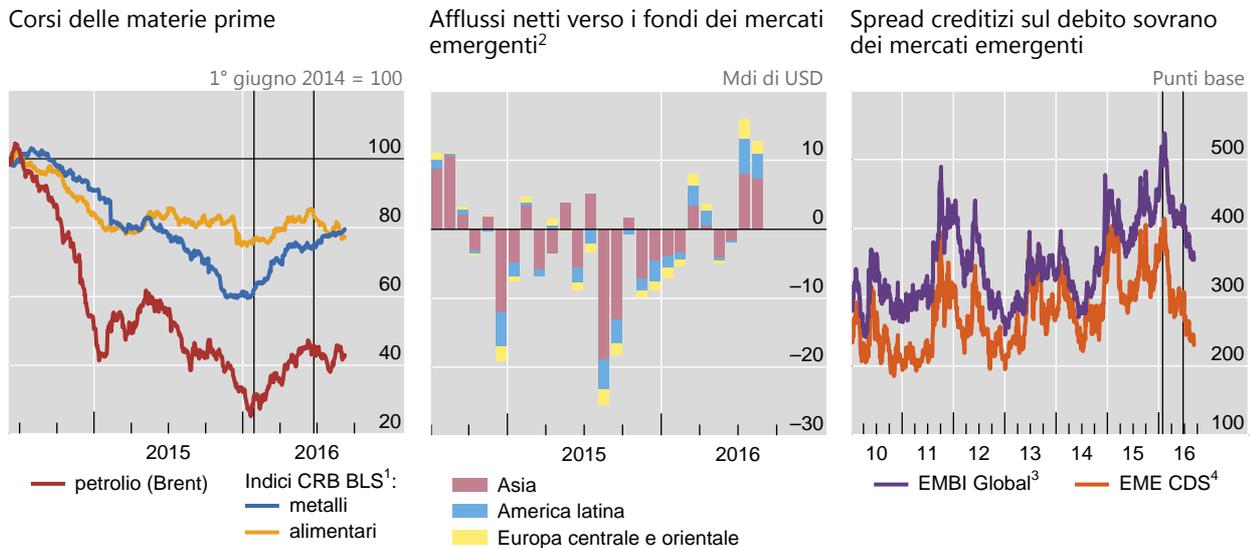
Le linee verticali nei diagrammi di sinistra e di destra indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Indice MSCI Emerging Markets, in dollari USA. ² Utili per azione negli ultimi dodici mesi, medie trimestrali, variazioni sull'anno precedente. ³ Le linee orizzontali tratteggiate rappresentano medie semplici per il periodo 2012-15 per ciascuna serie della volatilità implicita. ⁴ Indice JPMorgan VXY Global (indice ponderato per il turnover della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money a tre mesi su 23 tassi di cambio rispetto al dollaro USA). ⁵ 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. ⁶ Volatilità implicita degli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁷ Volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money relative a contratti futures su petrolio, oro e rame; media semplice.

Fonti: Bloomberg; Datastream; EPFR; elaborazioni BRI.

I corsi delle materie prime sono tornati a salire e sono ripresi gli afflussi verso le EME

Grafico 6



Le linee verticali nei diagrammi di sinistra e di destra indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. ² Somme mensili dei dati settimanali delle principali economie di ciascuna regione fino al 31 agosto 2016. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singole EME o fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi/regioni. ³ Indice JPMorgan EMBI Global, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). ⁴ Indice Emerging markets CDX.EM, scarto interquartile della serie più recente di CDS a cinque anni.

Fonti: US Energy Information Administration; Bloomberg; Datastream; EPFR; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

e mantenendosi ancora molto lontana dai minimi del 2014. La Brexit ha alimentato brevemente la volatilità, ma, come per i prezzi, il suo impatto è stato transitorio. Valutazioni elevate nella maggior parte delle classi di attività possono aver contribuito a mantenere la volatilità bassa⁷.

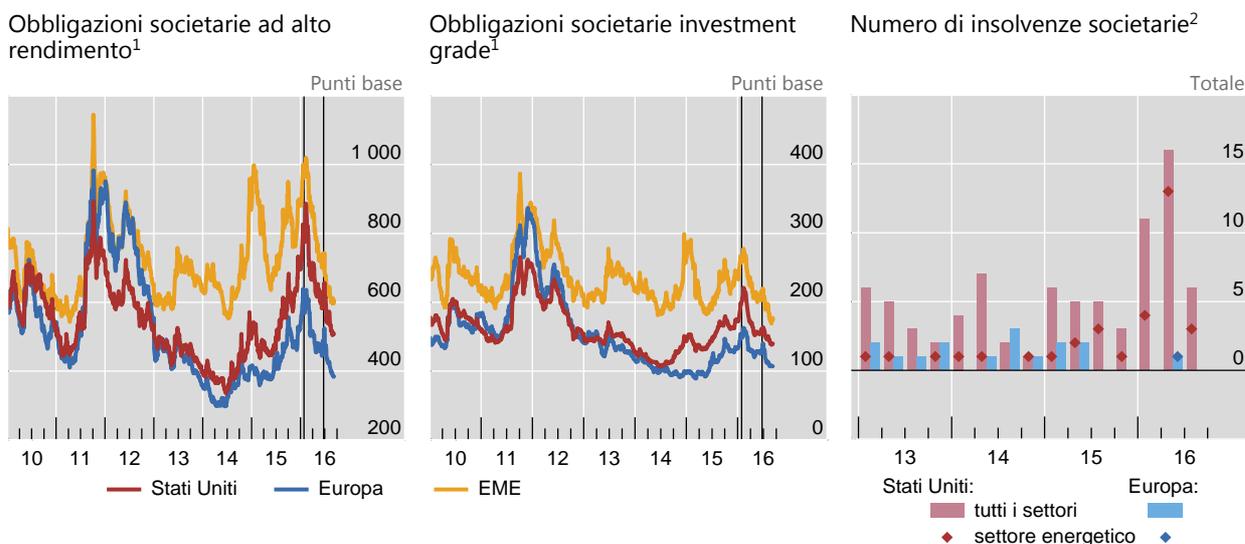
Alla base degli andamenti nei mercati del reddito fisso delle economie emergenti sembra esservi stata una tradizionale "ricerca di rendimento", accompagnata da segnali di miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Con il recupero dei corsi delle materie prime dai minimi degli inizi dell'anno (grafico 6, diagramma di sinistra), sono ripresi gli ingenti afflussi di capitale verso questi paesi (grafico 6, diagramma centrale). Sebbene i prezzi delle materie prime fossero ancora lontani dai livelli elevati osservati prima della metà del 2014, la modesta ripresa ha contribuito a moderare le preoccupazioni circa le prospettive di crescita di diverse grandi EME, soprattutto in America latina. In linea più generale, vi era una percezione crescente che i tassi di crescita nelle EME avessero toccato il minimo e potessero quindi solo risalire. Gli spread sui titoli di Stato e sui CDS si sono ridotti di 45 punti base dal 23 giugno e di oltre 150 punti base dallo scorso gennaio (diagramma di destra).

Anche le condizioni dei mercati creditizi del settore privato sono notevolmente migliorate. Gli spread creditizi delle obbligazioni societarie investment grade e ad alto rendimento europee e dei mercati emergenti si sono ridotti a livelli non osservati dagli inizi del 2015 (grafico 7, diagrammi di sinistra e centrale). Gli spread dei titoli

⁷ Per un'analisi della volatilità e una prospettiva storica, cfr. "La ricomparsa della volatilità non scompone i mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014.

Gli spread creditizi si riducono notevolmente nonostante un'inversione di rotta del ciclo di default

Grafico 7



Le linee verticali nei diagrammi di sinistra e centrale indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Option-adjusted spread rispetto alle note del Tesoro USA. ² Società insolventi su tutti i titoli di debito a lungo termine; per il terzo trimestre 2016, dati fino al 7 settembre 2016.

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

delle imprese statunitensi sono calati in misura proporzionalmente minore, probabilmente a causa dell'elevata esposizione al settore petrolifero e dei continui segnali di un'inversione del ciclo di default (grafico 7, diagramma di destra). La decisione della Bank of Japan di adottare un tasso di interesse negativo sembra aver costituito un punto di svolta in questi mercati. Il divario persistente tra gli spread creditizi denominati in dollari USA e quelli denominati in euro è stato rafforzato dai cambiamenti nel programma di acquisto di attività della BCE⁸. Ciò ha incentivato l'emissione di debito denominato in euro da parte di società statunitensi, il cui successivo scambio in dollari USA ha contribuito all'ampliamento della cross-currency basis dal 2014⁹.

Valutazioni bancarie in difficoltà

Mentre in alcune giurisdizioni i mercati azionari raggiungevano nuovi massimi, durante l'estate le azioni bancarie sono ulteriormente precipitate e i mercati monetari

⁸ Il 10 marzo la BCE ha annunciato l'aggiunta di obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non finanziarie all'insieme di attività idonee nell'ambito dei suoi acquisti regolari. La BCE stima che gli spread sulle obbligazioni societarie investment grade idonee a partecipare al programma di acquisti si siano ridotti di 11 punti base nelle due settimane successive. Gli effetti sono stati più ampi, con un calo di 25 punti base per le obbligazioni ad alto rendimento e di 5 punti base per le obbligazioni delle entità finanziarie (non idonee). Cfr. Banca centrale europea, *Bollettino economico BCE* (2016), numero 5, 2016, riquadro 2.

⁹ Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016, versione integrale disponibile solo in inglese.

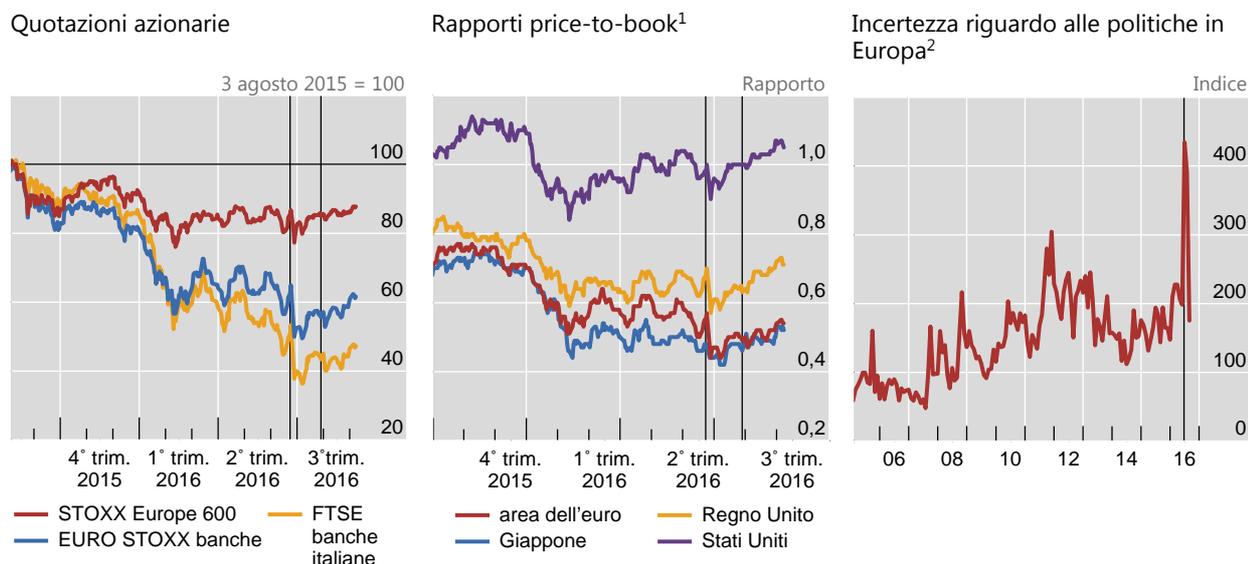
hanno mostrato segni di tensione, aggiungendo un'ulteriore nota discordante. Sebbene sembrasse che gli strumenti connessi al debito bancario stessero traendo beneficio dalla ricerca di rendimenti a livello mondiale, i rapporti price-to-book degli istituti bancari sono rimasti ai limiti inferiori degli intervalli registrati successivamente alla Grande Crisi Finanziaria (GCF). La capacità delle banche di realizzare utili adeguati in un contesto di compressione dei premi a termine e di crescita lenta, soprattutto in Giappone e nell'area dell'euro, ha continuato a destare interrogativi. I tassi bassi e negativi hanno anch'essi rappresentato difficili trade-off per le banche (riquadro B).

A giugno le aspettative di un indebolimento della crescita nelle economie avanzate e l'incertezza generata dall'esito del referendum britannico hanno spinto le azioni bancarie al ribasso. Il giorno successivo al voto l'indice EURO STOXX Banks è precipitato del 18%, il maggiore calo mai registrato (grafico 8, diagramma di sinistra). L'incertezza crescente ha messo in evidenza i dubbi persistenti circa la situazione delle banche nell'Europa continentale, dove le azioni della principale banca tedesca hanno registrato perdite a due cifre e quelle degli istituti italiani e spagnoli si sono spinte verso nuovi minimi. Le cadute hanno riguardato anche le banche del Regno Unito, con il peggioramento delle prospettive per l'economia nazionale e la necessità più pressante di riconsiderare i modelli di business. Al momento della comunicazione dell'esito del voto, tutti i principali istituti di credito del Regno Unito hanno registrato cali significativi dei prezzi delle azioni, nella maggior parte dei casi superiori al 15%.

Dopo questa fase iniziale, tuttavia, le valutazioni azionarie delle banche hanno ripreso a salire in varia misura nei diversi paesi. Il pacchetto di stimoli annunciato dalla Bank of England il 4 agosto ha permesso alle azioni bancarie britanniche di recuperare un po' di terreno, sebbene fossero ancora scambiate a una frazione del loro valore

Il referendum britannico accresce le difficoltà delle banche

Grafico 8



Le linee verticali nei diagrammi di sinistra e centrale indicano il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit) e il 29 luglio 2016 (annuncio dei risultati delle prove di stress condotte a livello dell'Unione europea); la linea verticale nel diagramma di destra indica il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Per il settore bancario. ² Indice mensile basato sulle notizie europee, ricavato dagli articoli giornalistici riguardanti le incertezze sulla politica economica; media equiponderata di 10 giornali europei.

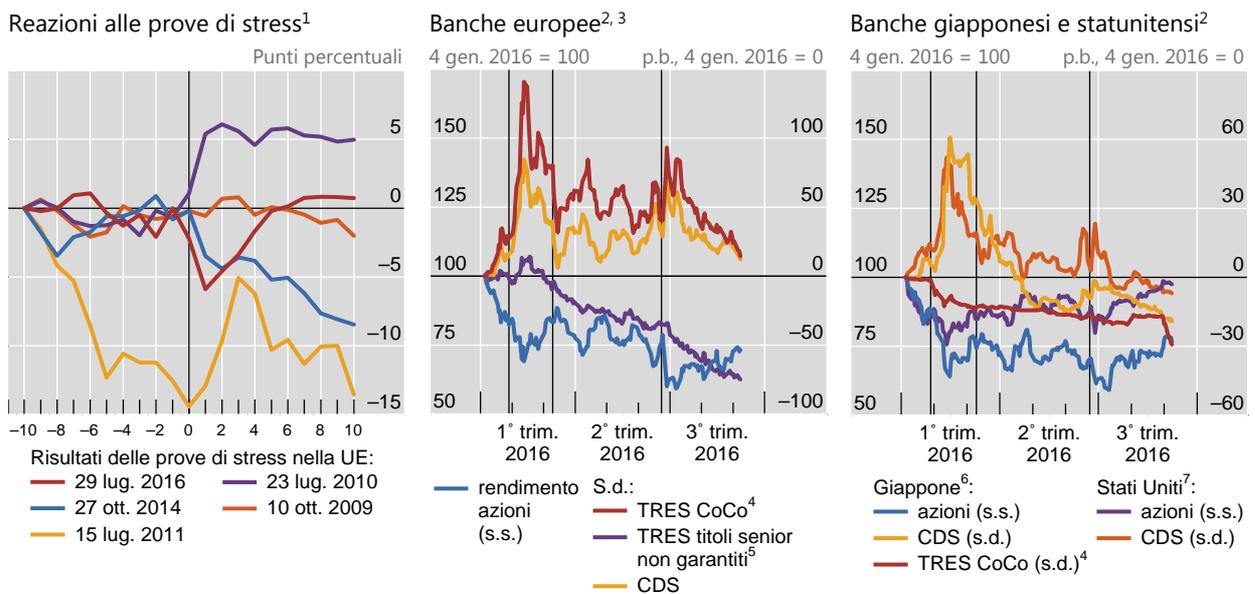
Fonti: S. Baker, N. Bloom e S. Davis, "Measuring economic policy uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione e www.policyuncertainty.com; Bloomberg; Datastream.

contabile. Nel complesso, il calo dei principali indici azionari bancari nel Regno Unito e negli Stati Uniti si è rivelato di breve durata e i prezzi delle azioni sono rapidamente tornati ai livelli pre-referendum. Per contro, l'indice EURO STOXX Banks è stato più lento nel riacquistare slancio. A inizio settembre le azioni degli istituti di credito dell'area dell'euro erano scambiate a meno del 50% del valore contabile del proprio patrimonio netto, a indicazione di preoccupazioni crescenti circa la loro capacità di generare profitti in un contesto di tassi bassi e di crescita debole (grafico 8, diagramma centrale). Sebbene l'aumento delle volatilità implicite all'indomani del referendum sia stato moderato, l'incertezza riguardante le politiche in Europa è divenuta alquanto elevata. In particolare, un indice di incertezza¹⁰ ha raggiunto a giugno dei livelli mai registrati (grafico 8, diagramma di destra).

I bassi rapporti price-to-book nel settore bancario appaiono particolarmente degni di nota se paragonati alle valutazioni relativamente elevate di benchmark azionari più generali. Al contrario di quanto avviene per le banche, bassi tassi di interesse reali tendono a favorire società non finanziarie, tramite una riduzione degli oneri netti per interessi e dei fattori di sconto dei loro futuri profitti. Le valutazioni

Le aspettative di utili modesti rafforzano i dubbi sulle prospettive delle banche

Grafico 9



Le linee verticali nei diagrammi centrale e di destra indicano il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve), il 10 marzo 2016 (annuncio della BCE dell'ampliamento del suo programma di acquisti di attività) e il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Rendimenti anomali cumulati dell'EURO STOXX Banks sull'EURO STOXX 600 nei periodi indicati (giorni lavorativi). Zero indica la data della pubblicazione o il successivo giorno lavorativo, se la pubblicazione è avvenuta durante un fine settimana o dopo la chiusura dei mercati. ² Media semplice, basata sulla disponibilità dei dati, delle banche e holding bancarie elencate. ³ Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS e UniCredit. ⁴ Rendimento a scadenza; sulla base dei contingent convertible bond (CoCo) irredimibili. ⁵ Rendimento a scadenza di obbligazioni senior non garantite il più comparabile possibile, per valuta e scadenza residua, alle CoCo selezionate. ⁶ Per le azioni e gli strumenti contingent convertible, Mizuho Financial Group, Mitsubishi UFJ Financial Group, Nomura Holdings, Sumitomo Mitsui Financial Group e Sumitomo Mitsui Trust Bank Ltd; per i CDS, Mizuho Bank, Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, Nomura Holdings, Sumitomo Mitsui Banking Corporation e Sumitomo Mitsui Trust Bank Ltd. ⁷ Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley e Wells Fargo.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Markit; elaborazioni BRI.

¹⁰ Cfr. S. Baker, N. Bloom e S. Davis, "Measuring economic policy uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione.

azionarie delle società non finanziarie hanno inoltre tratto sostegno dai riacquisti di azioni proprie, che negli Stati Uniti sono aumentati di circa il 43% tra il 2011 e il 2015.

I risultati delle prove di stress condotte nel 2016 dall'Autorità bancaria europea (EBA), pubblicati il 29 luglio, non hanno rassicurato gli investitori azionari. L'EBA ha rilevato che una sola (Monte dei Paschi di Siena) delle 51 banche esaminate si renderebbe insolvente nello scenario sfavorevole ipotizzato. Tuttavia, i risultati indicano anche che, nello scenario di stress, cinque banche non rispetterebbero il requisito minimo di Common Equity Tier 1 (CET1) pari al 7% definito da Basilea 3 e due terzi delle banche avrebbero un coefficiente CET1 inferiore al 10%.

La pubblicazione degli esiti delle prove di stress non ha avuto un impatto duraturo sui mercati dato che i risultati erano in parecchi casi in linea con le aspettative iniziali degli investitori. I risultati dei test hanno spinto al ribasso le azioni bancarie, ma queste ultime sono rapidamente tornate ai livelli registrati prima della pubblicazione. A titolo di confronto, prove precedenti avevano avuto a volte un effetto più considerevole e duraturo sulle valutazioni di mercato, in alcuni casi positivo (nel 2010) e in altri negativo (2014; grafico 9, diagramma di sinistra).

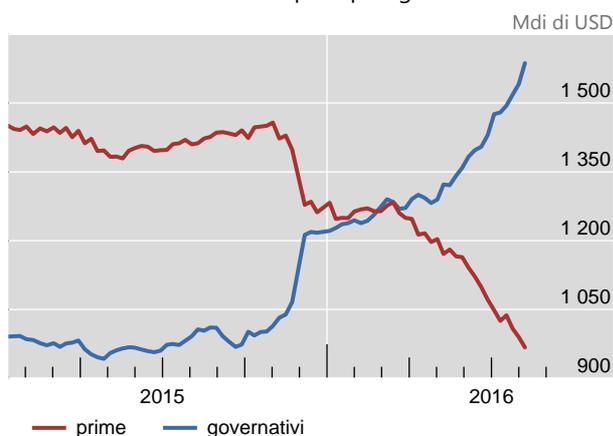
Mentre i prezzi delle azioni bancarie europee scendevano, il debito senior e le obbligazioni contingent convertible (CoCo) recuperavano parzialmente il valore perso durante il primo trimestre dell'anno (grafico 9, diagramma centrale). La concomitanza tra, da una parte, la riduzione degli spread sui CDS e sulle CoCo e, dall'altra, il crollo dei prezzi delle azioni e la revisione al ribasso delle aspettative di utile indica che, nonostante le anticipazioni degli investitori di una bassa redditività persistente per i maggiori istituti di credito europei, i timori relativi alla solvibilità sono rimasti limitati dato che diversi strumenti di debito bancari hanno tratto beneficio dalla generale ricerca di rendimenti a livello mondiale.

Situazioni speculari alle difficoltà in Europa sono state registrate dal settore bancario giapponese. Nel tentativo di accrescere la redditività, le tre principali banche del paese hanno venduto una vasta quantità di titoli di Stato nel secondo trimestre, più che raddoppiando i proventi netti da negoziazione rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente. Tuttavia, il contesto di tassi di interesse negativi e la crescita economica persistentemente debole hanno continuato a erodere gli utili, spingendo le valutazioni azionarie su nuovi minimi. Allo stesso tempo, facendo eco a quanto osservato in Europa, gli spread dei CDS e delle CoCo delle banche giapponesi sono tornati a livelli considerevolmente più bassi, dopo il picco registrato all'inizio dell'anno (grafico 9, diagramma di destra).

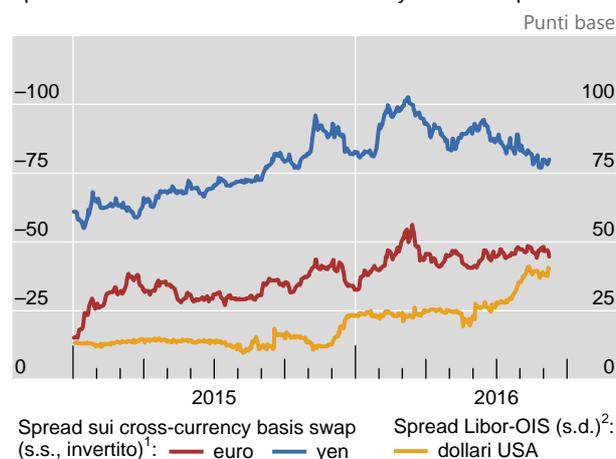
I risultati positivi delle banche statunitensi hanno accentuato il divario con Europa e Giappone. Gli utili delle sei maggiori banche statunitensi hanno soddisfatto o superato le aspettative nel secondo trimestre, mentre la maggior parte del settore ha ottenuto risultati soddisfacenti alle prove di stress della Fed, a eccezione delle controllate di due banche europee. I margini netti di interesse sono rimasti sostanzialmente stabili dal rialzo dei tassi di dicembre della Fed.

A questo quadro generale avverso sono venute ad aggiungersi nuove tensioni nei mercati monetari. Lo spread LIBOR-OIS in dollari USA a tre mesi si è impennato da 25 a circa 40 punti base tra inizio luglio e fine agosto (grafico 10, diagramma di destra). Precedentemente, i picchi registrati da questo indicatore erano stati associati a timori riguardanti i rischi di credito di controparte, in particolare durante la Grande Crisi Finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano in Europa. Questa volta l'aumento sembra essere principalmente connesso a riforme regolamentari concepite per migliorare la capacità di tenuta del settore dei fondi monetari statunitensi. In

Attività dei fondi monetari per tipologia di fondo



Spread Libor-OIS e sui cross-currency basis swap



¹ Spread dei basis swap a cinque anni rispetto al dollaro USA. ² Spread a tre mesi.

Fonte: Bloomberg.

particolare, nuove norme prevedono che a partire dal 14 ottobre 2016 i fondi monetari prime (che investono in attività non governative) e i fondi istituzionali esenti da imposte adottino una struttura a valore patrimoniale netto variabile. Inoltre, essi saranno autorizzati a imporre sospensioni dei rimborsi (*redemption gate*) e commissioni antidiluzione (*liquidity fee*) nel caso di significativi aumenti dei deflussi.

In previsione dell'entrata in vigore di queste norme, dalla fine del 2015 gli investitori si sono spostati dai fondi prime verso i fondi governativi. Dalla fine di giugno, ciò si è tradotto in deflussi per quasi \$250 miliardi dai fondi prime e afflussi di oltre \$300 miliardi nei fondi governativi (grafico 10, diagramma di sinistra). Questa situazione ha creato nuove tensioni dal lato della provvista per le banche non statunitensi, soprattutto per quelle giapponesi, che ricorrevano massicciamente ai fondi prime per la loro raccolta in dollari USA. A sua volta, la domanda di finanziamenti nel mercato dei cross currency swap dollaro/yen è cresciuta, ampliando le già esistenti anomalie delle basi (grafico 10, diagramma di destra)¹¹.

¹¹ Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016, versione integrale disponibile solo in inglese.

La liquidità del mercato del reddito fisso dopo il voto sulla Brexit

Prima del referendum britannico numerosi osservatori manifestavano dubbi sulla tenuta dei mercati nell'eventualità di un risultato inatteso. Dopo il referendum, nei principali mercati del reddito fisso, e di fatto nella maggior parte degli altri mercati, la capacità del sistema di assorbire agevolmente la breve turbolenza scaturita dal voto è risultata evidente (grafico A, diagramma di sinistra). I mercati hanno superato il referendum sulla Brexit con poche o nessuna disfunzione. Ma i dubbi sulla loro capacità di tenuta generale persistono.

La liquidità di mercato può essere definita come "la capacità di eseguire rapidamente ingenti operazioni finanziarie a basso costo e con un impatto limitato sui prezzi"¹. Il peso sempre più rilevante che il finanziamento di mercato sta acquisendo nei sistemi finanziari di tutto il mondo rende la liquidità di mercato un fattore di importanza crescente per la stabilità finanziaria. Ciò è particolarmente vero per i principali strumenti a reddito fisso, che svolgono un ruolo cruciale come investimenti, garanzie e riferimenti per la determinazione dei prezzi.

In una prospettiva di più lungo termine, la maggior parte degli indicatori non evidenzia cali strutturali significativi della liquidità nei mercati finanziari negli ultimi anni. Ad esempio, i differenziali denaro-lettera sono stabili e contenuti nei principali mercati del debito sovrano (grafico A, diagramma di sinistra). Sebbene lo spessore del book e le dimensioni medie delle transazioni siano diminuiti in alcuni mercati, nella maggior parte dei casi i loro livelli non sono insolitamente bassi in base ai parametri storici (grafico A, diagrammi centrale e di destra).

La liquidità dei principali mercati obbligazionari ha resistito al referendum britannico

Grafico A



La linea verticale nel diagramma di sinistra indica il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit).

¹ Titoli di Stato decennali. ² Spessore del book ai primi cinque livelli di entrambe le sezioni del book di negoziazione; per gli Stati Uniti, medie mobili a 21 giorni dello spessore medio giornaliero del book dei titoli del Tesoro a due anni on-the-run; per l'Italia, medie mensili dei titoli di Stato a medio e lungo termine (tratte da MTS Cash). ³ Dimensioni medie delle transazioni per i titoli del Tesoro USA a due anni, media ponderata di tutte le obbligazioni sovrane italiane e spagnole; medie mobili a tre mesi.

Fonti: Comitato sul sistema finanziario globale, *Fixed income market liquidity*, CGFS Papers, n. 55, gennaio 2016; banche centrali nazionali; Thomson Reuters Eikon.

Detto ciò, i mercati finanziari hanno affrontato diversi episodi di tensione intensi e di breve durata negli ultimi anni, come il “flash rally” dei titoli del Tesoro USA il 15 ottobre 2014 e le turbolenze nel mercato dei titoli di Stato tedeschi nel maggio-giugno 2015. Sebbene le spiegazioni per questi improvvisi cambiamenti delle condizioni di mercato varino, è probabile che il maggiore ricorso da parte degli operatori di mercato a piattaforme di trading elettronico e la proliferazione di algoritmi di contrattazione in diversi importanti mercati del reddito fisso vi abbiano contribuito in misura rilevante. Sebbene l’“elettronificazione” dei mercati del reddito fisso abbia concorso a ridurre i costi di negoziazione e ad accrescere la liquidità in condizioni di mercato normali, la diffusione di strategie complesse e spesso opache ha destato interrogativi circa potenziali implicazioni per la stabilità dei mercati nelle fasi di tensione.

① Comitato sul sistema finanziario globale, “*Fixed income market liquidity*”, *CGFS Papers*, n. 55, gennaio 2016.

Tassi negativi e modelli di business delle banche

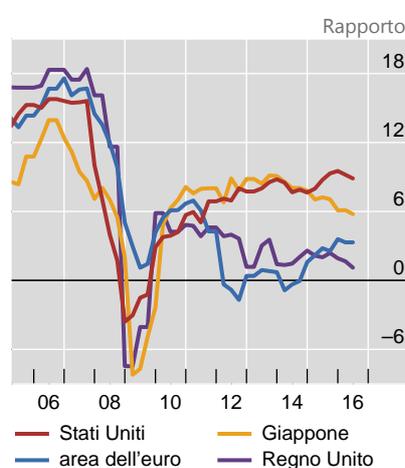
Nell'attuale contesto di tassi di interesse persistentemente bassi e di compressione dei premi a termine, la bassa redditività mette in discussione i tradizionali modelli di business delle banche.

Le valutazioni di mercato indicano che gli investitori rimangono scettici riguardo alla capacità delle banche di generare utili in un contesto di tassi bassi e crescita debole. Gli indici ROE (return-on-equity)^① delle banche non sono mai tornati ai livelli osservati prima della GCF sebbene presentino notevoli differenze tra le diverse economie (grafico B, diagramma di sinistra). L'appiattimento delle curve dei rendimenti e i bassi tassi a lungo termine sono tra i fattori cui mercati attribuiscono maggiore peso nel valutare se, e come, la redditività delle banche potrà riprendersi^②.

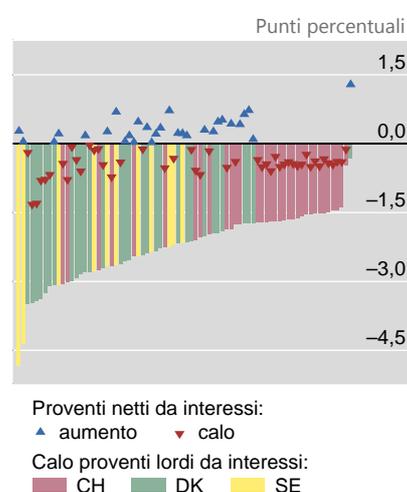
Il calo dei margini mette in difficoltà le banche

Grafico B

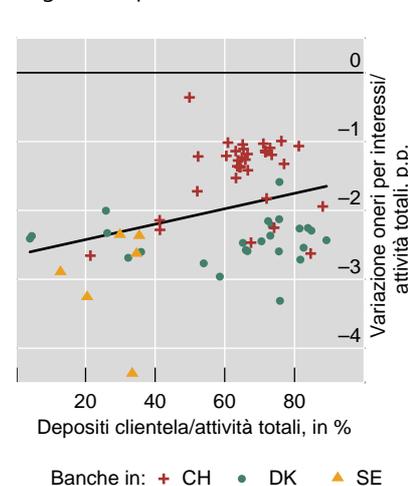
Return-on-equity



Il calo del reddito da interesse supera spesso la riduzione degli oneri^{1, 2}



Le banche con provvista al dettaglio traggono meno beneficio dal calo degli oneri per interessi^{1, 3}



CH = Svizzera; DK = Danimarca; SE = Svezia.

¹ Basato su un campione di 76 banche. ² Ogni triangolo (barra) rappresenta la variazione del reddito da interessi netto (lordo) in percentuale delle attività totali per una singola banca dal 2008 al 2015. ³ L'asse delle ascisse si riferisce ai valori del 2015; l'asse delle ordinate mostra la variazione dal 2008 al 2015. La linea nera rappresenta una semplice linea di trend.

Fonti: Datastream; SNL; elaborazioni degli autori.

La redditività è pregiudicata dall'appiattimento delle curve dei rendimenti. I tassi a lungo termine sono scesi, soprattutto nei paesi in cui gli investitori si aspettavano che i tassi a breve rimanessero bassi più a lungo e dove le banche centrali hanno avviato programmi di acquisti di attività su vasta scala per comprimere i premi a termine. Un calo del livello dei tassi di interesse può far aumentare l'utile netto delle banche nel breve periodo dato che i portafogli titoli traggono vantaggio da plusvalenze a tantum, nonché qualora ciò renda la raccolta bancaria meno onerosa. Tuttavia, nel lungo termine l'appiattimento della curva può spingere al ribasso i rendimenti ottenuti dalla trasformazione delle scadenze e comprimere i margini netti di interesse.

Inoltre, via via che i tassi di interesse calano e si spostano in territorio negativo, il repricing delle passività in linea con le attività allo scopo di proteggere i margini diventerà sempre più difficile. Le banche sembrano riluttanti a trasferire i tassi a breve negativi ai depositanti. Di conseguenza, le pressioni sui margini netti di interesse sono particolarmente pronunciate nei paesi con tassi di interesse negativi. Ad esempio, per diverse banche in Danimarca, Svezia e Svizzera la compressione dei proventi lordi da interessi (grafico B, barre del diagramma centrale) ha superato la riduzione degli oneri per interessi, e i margini netti di interesse sono pertanto diminuiti (triangoli nello stesso diagramma) negli ultimi anni. Una questione cruciale in questo contesto è rappresentata dall'incidenza dei depositi al dettaglio o di fonti di finanziamento simili sulle passività delle banche (diagramma di destra).

In definitiva, saranno i fattori specifici ai paesi a determinare se e come le banche potranno compensare il calo dei margini di interesse netti. Economie più robuste permetteranno alle banche di espandere il volume delle loro tradizionali attività di credito. Alcune banche potrebbero essere in grado di compensare una parte dei mancati ricavi tramite fonti di reddito alternative come le attività di negoziazione e i servizi che generano commissioni, mentre altre potrebbero accrescere l'efficienza, ad esempio correggendo la capacità inutilizzata o riducendo i rapporti costi/ricavi.

① Gli indici di ROE riportati non sono corretti per il rischio. ② C. Borio, L. Gambacorta e B. Hofmann "[The influence of monetary policy on bank profitability](#)", *BIS Working Papers*, n. 514, 2015; e BRI, *86ª Relazione annuale*, 2016, [Capitolo VI](#).