

## Oltre le fluttuazioni della propensione al rischio

Dall'ultima *Rassegna trimestrale BRI*, pubblicata agli inizi di dicembre, i prezzi di numerose attività sono rimasti pressoché stabili, in attesa di indizi su diverse fonti di incertezza. Gli operatori di mercato si aspettavano un cambiamento nel policy mix negli Stati Uniti, con un ruolo maggiore della politica di bilancio, un continuo e graduale inasprimento della politica monetaria, una spinta alla deregolamentazione e un orientamento commerciale più protezionistico. Tuttavia, la natura e i tempi di attuazione esatti di tali modifiche, oltre che il loro impatto, rimanevano ancora da definire. A febbraio i mercati azionari statunitensi hanno segnato andamenti positivi, mentre i rendimenti sovrani in diversi paesi dell'area dell'euro hanno risentito dello spostamento dell'attenzione degli investitori verso le incertezze politiche in Europa.

Più in generale, la correlazione tra i rendimenti delle attività di classi, regioni e settori diversi è diminuita. Gli stretti comovimenti che avevano caratterizzato i mercati durante gran parte del periodo successivo alla Grande Crisi Finanziaria (GCF) sembrano essersi interrotti. Ciò indica che nel periodo in rassegna le fluttuazioni della propensione al rischio degli investitori hanno influito in misura minore sulle valutazioni complessive.

Le quotazioni delle azioni sono state ampiamente sostenute da dati che hanno confermato un miglioramento generale delle prospettive macroeconomiche delle economie avanzate (EA). Il settore manifatturiero e l'occupazione si sono rafforzati, mentre l'inflazione ha registrato un aumento generalizzato, dovuto in parte a effetti di base lusinghieri e al recupero dei corsi delle materie prime. Gli orientamenti di politica monetaria delle principali economie hanno continuato a divergere, in linea con le valutazioni delle banche centrali riguardanti le condizioni specifiche dei singoli paesi. Mentre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato il tasso obiettivo sui federal fund di un ulteriore quarto di punto e ha lasciato intravedere la possibilità di una leggera accelerazione del ritmo di inasprimento, la BCE e la Bank of Japan (BoJ) hanno confermato il loro impegno a mantenere i tassi "più bassi più a lungo". Tale divergenza si è riflessa nei principali mercati del reddito fisso e nei tassi di cambio.

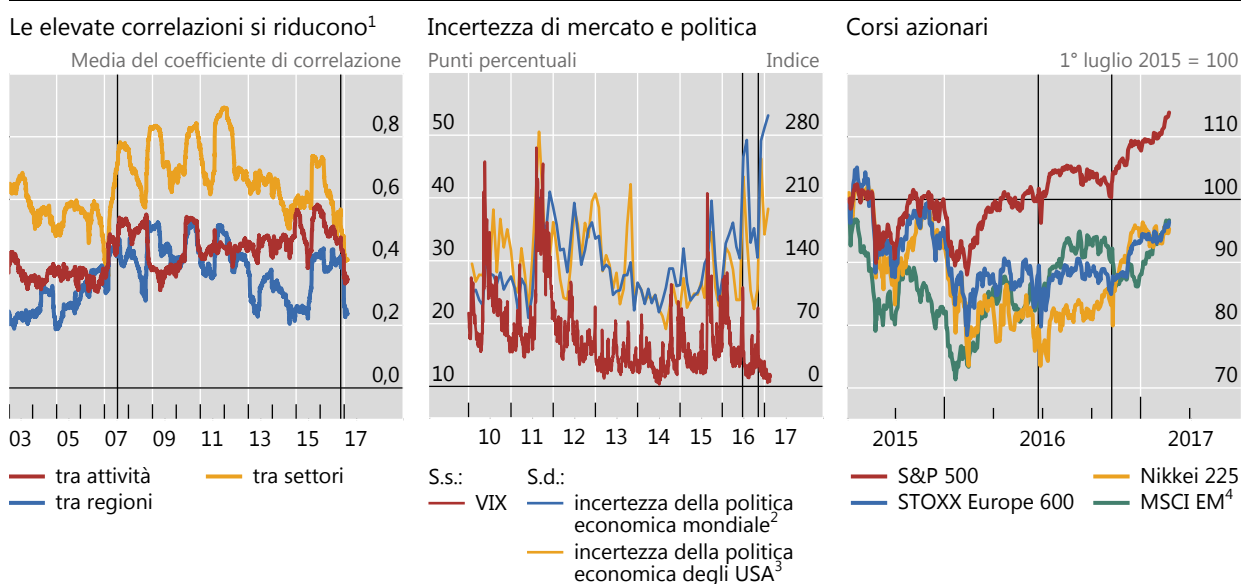
I prezzi delle attività hanno inoltre suggerito un cambiamento delle percezioni riguardanti le difficoltà incontrate dalle economie emergenti (EME). Sebbene le prime reazioni negative dei mercati in seguito alle elezioni presidenziali statunitensi si siano in larga misura ridimensionate, le valutazioni relative indicano la persistenza di timori circa le prospettive di crescita, commerciali e di finanziamento di alcune economie. In particolare, al volgere dell'anno, nei mercati dei cambi e obbligazionari cinesi prevaleva una volatilità anomala, dovuta all'interazione tra una minore liquidità e un contesto finanziario globale meno accomodante.

## Crollano le correlazioni

Una caratteristica saliente dei recenti andamenti dei mercati è stata l'ampia dispersione dei rendimenti tra le varie classi di attività, tra i settori economici e tra le aree geografiche. Le correlazioni cross-asset, che erano gradualmente calate dalla fine del 2015, hanno segnato un crollo netto successivamente alle elezioni statunitensi di novembre (grafico 1, diagramma di sinistra)<sup>1</sup>. Ciò contrasta con gran parte del periodo successivo alla GCF, in cui i mercati azionari nelle economie avanzate ed emergenti, gli spread sovrani delle EME, i rendimenti a lungo termine delle EA, il dollaro e gli spread societari nelle economie sia avanzate sia emergenti sono parsi muoversi all'unisono. In un contesto mondiale privo di crescita ma dotato di abbondante liquidità, le decisioni delle banche centrali sono sembrate spingere gli investitori verso comuni fasi successive di acquisizione e cessione di rischio. Il recente crollo suggerisce che i fattori comuni che fino a poco tempo fa avevano determinato i rendimenti hanno allentato ulteriormente la loro presa sui mercati nel periodo passato in rassegna<sup>2</sup>.

### Le correlazioni cross-asset sono crollate all'aumentare delle incertezze politiche

Grafico 1



Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 17 luglio 2007 (data dell'annuncio da parte di Bear Stearns dell'effettivo fallimento di due dei suoi fondi MBS) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi); nel diagramma centrale e di destra indicano il 23 giugno 2016 (referendum sulla Brexit) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

<sup>1</sup> Media dei coefficienti di correlazione bilaterali mobili su sei mesi delle variazioni giornaliere dei corrispondenti indici/attività inclusi in ogni categoria; il segno di correlazione negativa è invertito. Per le correlazioni tra le regioni, principali indici azionari per BR, CN, GB, HK, JP, KR, MX, PL, RU, TR, US ed Europa; per le correlazioni tra i settori, sottoindici settoriali di livello 1 dell'S&P 500 (11 sottoindici); per le correlazioni tra le attività, l'indice azionario MSCI Emerging Markets, performance medie di indici azionari e tassi governativi decennali delle principali economie avanzate (DE, GB, JP e US), spread EMBI, indice del dollaro DXY, indici delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e investment grade delle EME e delle EA. <sup>2</sup> Indice di incertezza della politica economica mondiale ponderato in base al PIL e alle PPA. <sup>3</sup> Indice di incertezza della politica economica negli Stati Uniti basato sulle notizie. <sup>4</sup> Indice MSCI Emerging Markets, in dollari USA.

Fonti: S. Davis, "An index of global economic policy uncertainty", [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com); Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

<sup>1</sup> Andamenti analoghi sono registrati tra le regioni e i tra i settori.

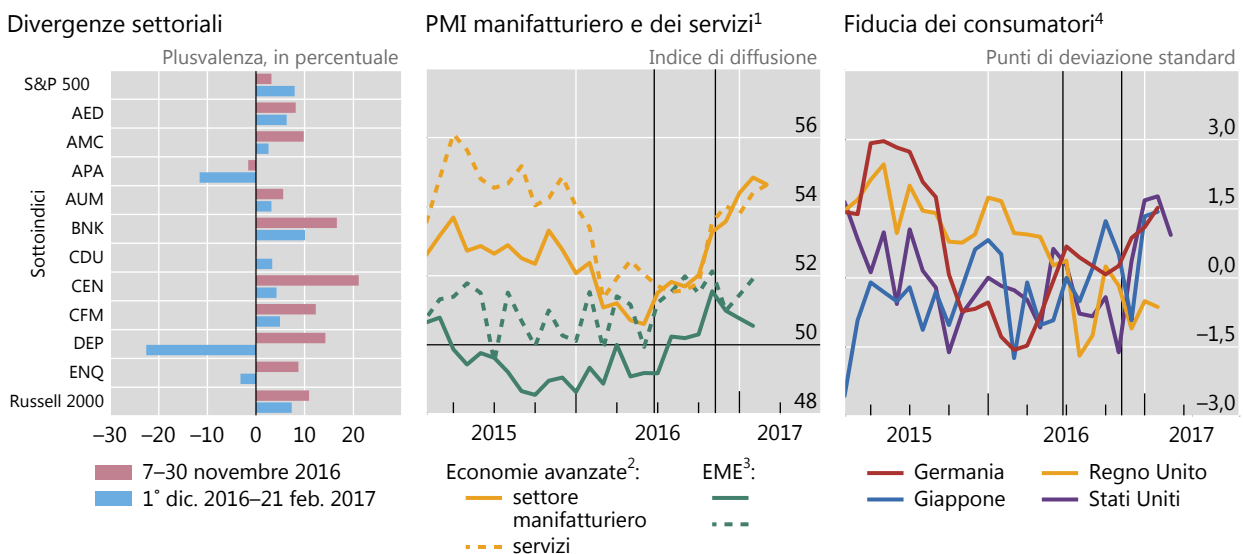
<sup>2</sup> Il periodo in rassegna va da fine novembre 2016 a fine febbraio 2017.

I rendimenti sono diventati meno correlati col balzare in primo piano delle incertezze politiche. I dubbi riguardanti i tempi di attuazione e l'entità di diversi cambiamenti di politica economica negli Stati Uniti sono persistiti, nonostante il fatto che l'amministrazione entrante abbia confermato di impegnarsi ad attuare un programma di deregolamentazione, di politiche di bilancio espansive e di riduzione del disavanzo commerciale. La gamma dei potenziali scenari di politica economica è sembrata estendersi anche nell'area dell'euro, con l'avvio di un anno denso di appuntamenti elettorali. Tutto ciò ha contribuito al rialzo degli indicatori di incertezza politica sia negli Stati Uniti sia nel resto del mondo (grafico 1, diagramma centrale).

Malgrado questo contesto incerto, i mercati azionari delle EA non hanno perso il terreno guadagnato dopo le elezioni statunitensi e si sono persino mossi al rialzo a febbraio (grafico 1, diagramma di destra). Anche la volatilità scontata dai mercati è rimasta bassa, con l'indice VIX che ha raggiunto minimi raramente osservati dall'inizio della GCF. Sono tuttavia emerse notevoli differenze tra i diversi settori e paesi. Negli Stati Uniti alcuni settori sono risultati nettamente vincenti (difesa, edilizia, finanza, manifattura e società di piccole dimensioni) e perdenti (settori ad alta intensità di importazione), anche quando gli indici generali raggiungevano nuovi massimi (grafico 2, diagramma di sinistra). In Europa e in Giappone l'andamento dei mercati azionari è rimasto relativamente più stabile durante il periodo. Nelle EME le valutazioni azionarie hanno registrato un netto recupero compensando, e in molti

## Ripresa della fiducia e dell'attività in un contesto di performance settoriali divergenti

Grafico 2



AED = aeronautica e difesa; AMC = asset management e servizi di banca depositaria; APA = abbigliamento e accessori; AUM = costruttori automobilistici; BNK = banche; CDU = beni di consumo durevoli ed elettrodomestici; CEN = costruzioni e ingegneria; CFM = macchine movimento terra e mezzi pesanti; DEP = grandi magazzini; ENQ = servizi e apparecchiature energetiche.

Le linee verticali nel diagramma centrale e in quello di destra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

<sup>1</sup> Un valore pari a 50 indica che il numero di aziende che hanno segnalato un'espansione dell'attività è uguale a quello delle aziende che hanno segnalato una contrazione; un valore superiore a 50 indica un'espansione dell'attività economica. Media ponderata in base al PIL e alle PPA delle economie elencate. <sup>2</sup> EA, GB, JP e US. <sup>3</sup> AR, BR, CL, CN, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, SG, TH, TR e ZA. <sup>4</sup> Dati normalizzati, misurati in termini di differenza tra l'indicatore e la sua media storica (da gennaio 2016).

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

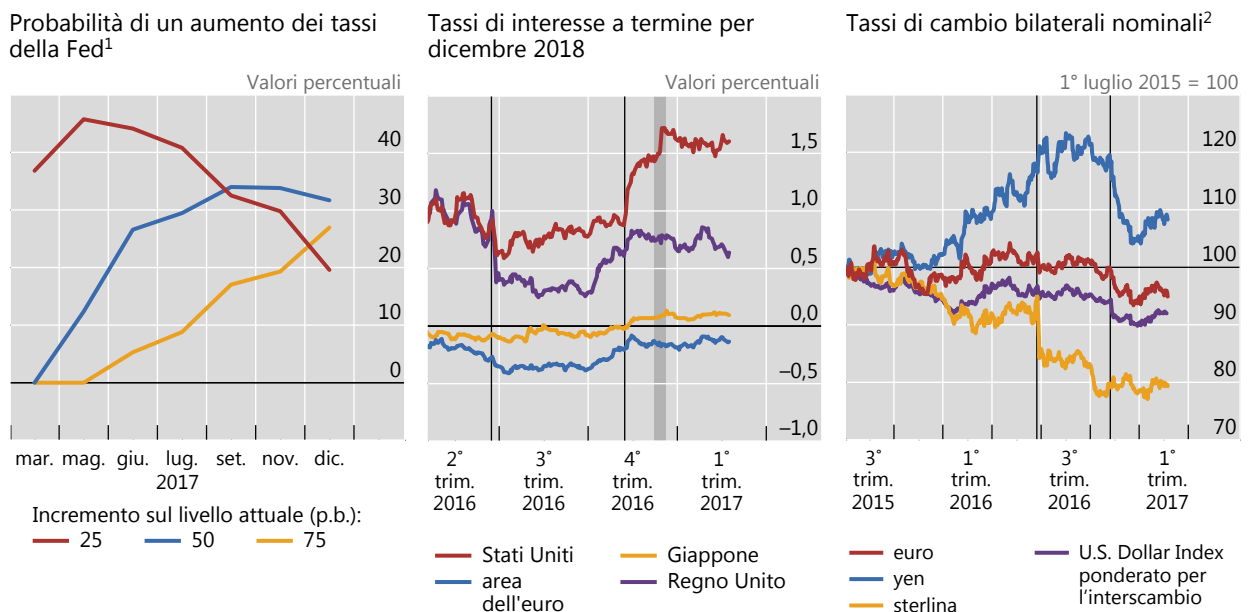
casi annullando, le perdite subite all'indomani dell'8 novembre. Ma la ripresa è stata disomogenea tra le regioni emergenti (cfr. la prossima sezione).

La solida performance dei mercati azionari è stata sostenuta da segnali convincenti di un miglioramento duraturo dell'economia mondiale. Dalla metà dell'anno scorso il Purchasing Managers Index (PMI) manifatturiero e dei servizi ha segnato notevoli rialzi nelle economie avanzate, registrando un'accelerazione a dicembre (grafico 2, diagramma centrale). Successivamente alle elezioni statunitensi gli indici del clima di mercato sono migliorati nelle principali EA<sup>3</sup>. Ciò ha riflesso un rafforzamento della fiducia dei consumatori e di quella delle imprese, che negli Stati Uniti hanno raggiunto livelli non più registrati da fine 2014, quando la Fed portava a termine il suo ultimo programma di acquisti di attività in un contesto di ripresa dei mercati (grafico 2, diagramma di destra)<sup>4</sup>. Il miglioramento della fiducia è stato più modesto in altre EA, ma sufficiente a superare l'impatto negativo della Brexit. Nella seconda metà del 2016 il PIL ha registrato un andamento migliore delle aspettative in diverse economie. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, la solidità dei consumi privati ha spinto la crescita al di sopra del livello potenziale percepito<sup>5</sup>.

Con il miglioramento delle prospettive di crescita e con il passaggio sotto i riflettori delle aspettative di modifiche delle politiche, tra cui quelle di bilancio, la

## Il dollaro oscilla parallelamente alle percezioni del mercato sulla divergenza tra le politiche economiche

Grafico 3



Le linee verticali nel diagramma centrale e in quello di destra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi). L'area ombreggiata nel diagramma centrale rappresenta il periodo tra l'8 e il 20 dicembre 2016 (durante il quale si sono tenute le riunioni di politica monetaria di Fed, BCE e BoJ).

<sup>1</sup> Medie 15-21 febbraio 2017 secondo la funzione WIRP di Bloomberg. <sup>2</sup> Un aumento indica un deprezzamento del dollaro USA.

Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

<sup>3</sup> Cfr. "Un cambiamento di paradigma per i mercati?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016.

<sup>4</sup> Cfr. "Il dinamismo dei mercati nasconde fragilità?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014.

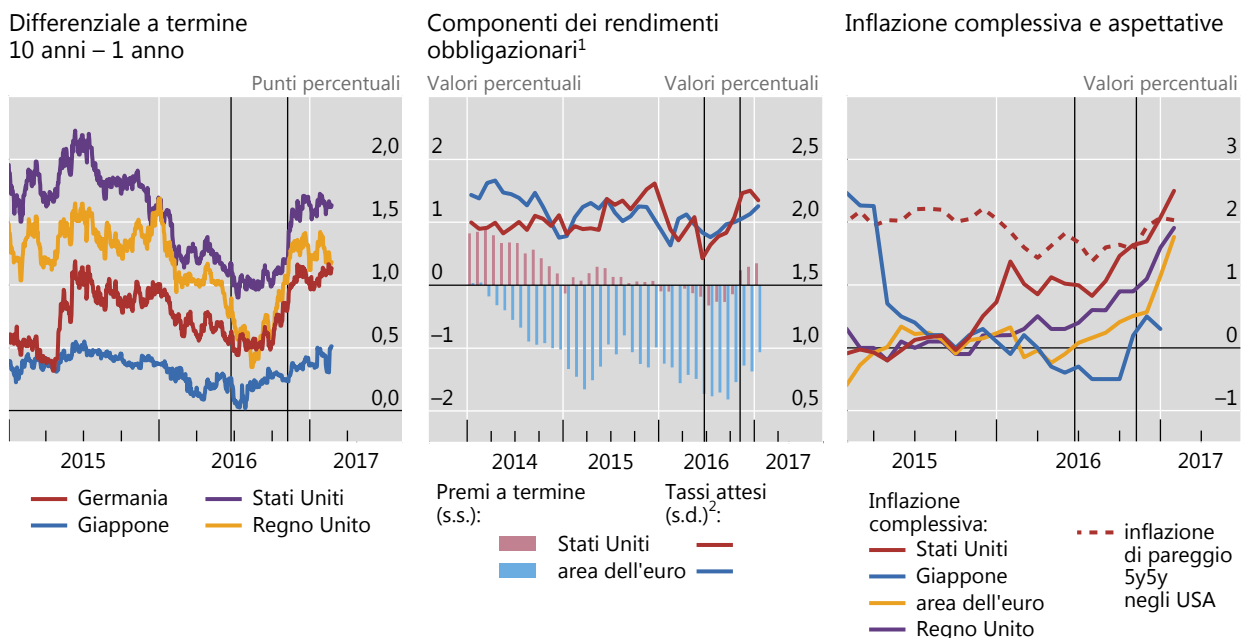
<sup>5</sup> Sulla crescita trainata dai consumi, cfr. Kharroubi, E. ed E. Kohlscheen, "Consumption-led expansions", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017.

politica monetaria è passata in secondo piano. Agli inizi di dicembre il FOMC ha innalzato l'intervallo obiettivo sui federal fund di 25 punti base, mentre il cosiddetto "dot-plot" indicava che i membri del FOMC prevedevano altri 3 aumenti di 25 punti base nel 2017. Gli investitori sembravano aspettarsi un incremento del tasso ufficiale entro maggio o giugno, seguito probabilmente da un secondo a settembre, mentre un terzo rimaneva una prospettiva piuttosto remota (grafico 3, diagramma di sinistra). Allo stesso tempo, la BCE e la BoJ hanno mantenuto la rotta di tassi "più bassi più a lungo". A metà dicembre, la BCE ha annunciato un rallentamento a partire dal prossimo aprile del ritmo dei suoi acquisti di attività, che passeranno da €80 a 60 miliardi, ma ha anche esteso la durata del programma fino a dicembre 2017. La BoJ ha migliorato la propria valutazione dell'economia, ma ha mantenuto invariata l'impostazione della sua politica: tasso negativo sulle riserve bancarie in eccesso, obiettivo dei rendimenti dei titoli di Stato allo zero e acquisti per ¥80 000 miliardi all'anno. Le divergenze nelle aspettative di politica monetaria hanno trovato riscontro nei tassi a breve termine: lo spread tra i tassi forward del dollaro a breve termine e quelli di euro/yen, che aveva registrato un aumento dopo le elezioni, è rimbalzato nuovamente quando la Fed ha innalzato l'intervallo obiettivo. Successivamente, il divario tra i tassi si è ridotto (grafico 3, diagramma centrale).

I principali mercati del reddito fisso si sono stabilizzati dopo le turbolenze generalizzate di novembre. Tra dicembre e febbraio in Germania, nel Regno Unito e negli Stati Uniti gli spread tra i rendimenti decennali e quelli a un anno hanno seguito un andamento altalenante (grafico 4, diagramma di sinistra). Gli aumenti iniziali dei tassi a lungo termine sono stati principalmente determinati da una decompressione

## I mercati del reddito fisso si stabilizzano dopo le turbolenze post-elettorali

Grafico 4



Le linee verticali indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

<sup>1</sup> 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 vengono utilizzati i dati relativi al titolo di Stato francese. <sup>2</sup> Differenza tra rendimenti zero coupon nominali a 10 anni e premi a termine stimati a 10 anni.

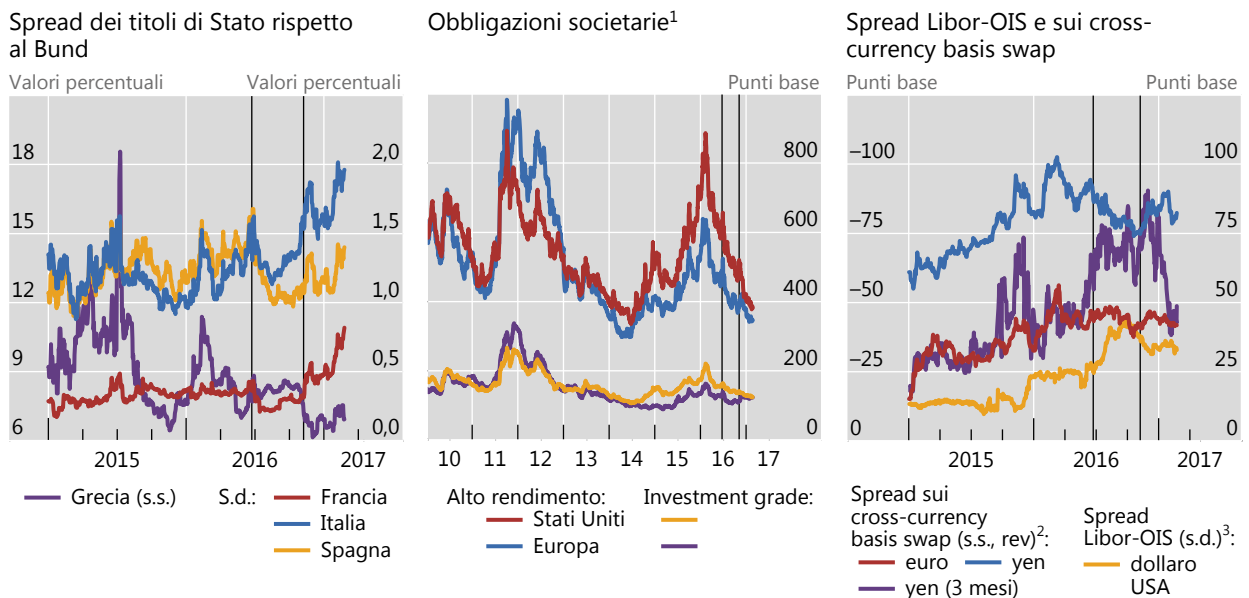
Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

del premio a termine, con il ritorno del premio stimato in territorio positivo negli Stati Uniti e su livelli meno negativi nell'area dell'euro. Ma hanno giocato un ruolo anche gli incrementi dei tassi attesi, indicando sia un aumento delle aspettative di inflazione sia la reazione anticipata delle banche centrali (grafico 4, diagramma centrale). Anche le misure del compenso per l'inflazione desunte dai mercati finanziari sono aumentate nelle EA, in particolare negli Stati Uniti, in un contesto di crescita dell'inflazione corrente (grafico 4, diagramma di destra). A gennaio 2017 l'inflazione complessiva superava il 2% negli Stati Uniti e si avvicinava al 2% nell'area dell'euro e nel Regno Unito, riflettendo un aumento dei prezzi delle materie prime e l'effetto di base di una flessione dell'inflazione un anno prima, nonché l'irrobustimento dell'attività mondiale. Dopo circa un anno di inflazione nulla o su valori negativi, il Giappone ha regolarmente registrato dati positivi a partire da ottobre (grafico 4, diagramma di destra).

Alcuni segnali di tensioni nascenti sono riemersi nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai Bund tedeschi si sono nettamente ampliati nelle prime settimane dell'anno (grafico 5, diagramma di sinistra). Nonostante le maggiori tensioni riguardo alla messa in atto del programma greco, la pressione sugli spread sovrani è sembrata maggiormente legata all'aumento dell'incertezza politica. In particolare, gli investitori sono parsi scoraggiati dalle possibili implicazioni di policy derivanti dalle consultazioni elettorali in alcuni Stati membri dell'area dell'euro nell'anno a venire. In questo contesto, gli squilibri del sistema TARGET2, in graduale aumento dal 2015, sono stati oggetto di maggiore attenzione, ma finora sono stati principalmente una conseguenza tecnica del programma di acquisti della BCE (cfr. riquadro A).

Tensioni risorgono nei mercati sovrani dell'area dell'euro; altrove regna la calma

Grafico 5



Le linee verticali indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

<sup>1</sup> Option-adjusted spread rispetto ai titoli di Stato. Per l'Europa, debito societario denominato in euro emesso dai mercati interni o euroobbligazionari. <sup>2</sup> Spread dei basis swap a cinque anni rispetto al dollaro USA. <sup>3</sup> Spread a tre mesi.

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

A gennaio il dollaro USA, che si era rafforzato notevolmente a novembre e a dicembre, si è indebolito su larga scala, nonostante il sostegno dei differenziali di tasso di interesse correnti e attesi. Questa inversione di rotta parziale è parsa correlata allo stallo nel cantiere delle politiche economiche, in una fase di transizione politica. Anche i timori della Fed circa l'impatto nocivo di un apprezzamento del dollaro sull'economia, come espresso nei verbali della riunione del FOMC di dicembre, potrebbero essere entrati in gioco. Il biglietto verde ha comunque mantenuto gran parte del terreno guadagnato dalle elezioni, in particolare nei confronti dello yen (grafico 3, diagramma di destra). La sterlina ha ricevuto una modesta spinta dall'ottimo andamento dell'economia britannica verso la fine dell'anno, ed è sembrata trarre beneficio da una maggiore chiarezza riguardo l'esito atteso della Brexit.

I rialzi dei mercati azionari nelle grandi economie sono stati accompagnati da un ribasso degli spread nei mercati creditizi. Dopo essersi ristretti a novembre, i differenziali delle obbligazioni societarie investment grade europee e statunitensi sono rimasti pressoché invariati (grafico 5, diagramma centrale). Nel periodo in rassegna gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento hanno continuato a scendere e si è ridotto il differenziale con gli omologhi titoli europei, in larga misura grazie al miglioramento degli spread creditizi delle aziende operanti nel settore petrolifero.

Anche i mercati monetari si sono stabilizzati. Con l'attuazione della riforma dei fondi monetari statunitensi<sup>6</sup>, lo spread Libor-OIS si è stabilizzato intorno a 35 punti base, circa 20 punti base sopra il livello pre-riforma. I differenziali dei cross currency basis swap euro/dollaro a 5 anni hanno oscillato intorno ai 45 punti base, seguendo lo stesso andamento dalla fine del 1° trimestre 2016 (grafico 5, diagramma di destra). Le condizioni di finanziamento hanno continuato a essere un po' più tese nel mercato dello yen, dove la base a più lungo termine ha rispecchiato il fabbisogno strutturale delle banche giapponesi di cross currency swap per finanziare le attività a lungo termine in dollari. A scadenze più corte, tuttavia, la base yen/dollaro è scesa notevolmente, in parte a causa di effetti di calendario.

## Economie emergenti: tra l'incudine e il martello

Durante il periodo in rassegna l'atteggiamento degli investitori nei confronti delle attività delle EME è migliorato, compensando l'ondata di vendite verificatesi in seguito alle elezioni presidenziali statunitensi. In linea con la dispersione dei rendimenti delle attività sopra descritta, la portata dell'inversione di marcia è variata tra le principali regioni e paesi emergenti, riflettendo diverse aspettative circa l'impatto delle future politiche statunitensi. In definitiva, tuttavia, diverse EME sono sembrate intrappolate tra le prospettive di un aumento del protezionismo e le ricadute finanziarie di un marcato apprezzamento del dollaro.

Da fine novembre le pressioni al ribasso sulle valute delle EME si sono allentate e i corsi azionari sono risaliti, mentre gli spread sovrani si sono ristretti, compensando tutti gli aumenti registrati a novembre (grafico 6, diagramma di sinistra). I mercati dell'Europa centrale e orientale sono stati meno colpiti, probabilmente per via dei

<sup>6</sup> Cfr. I. Aldasoro, T. Ehlers, E. Eren e R. McCauley, "Non-US banks' global dollar funding grows despite US money market reform", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017.

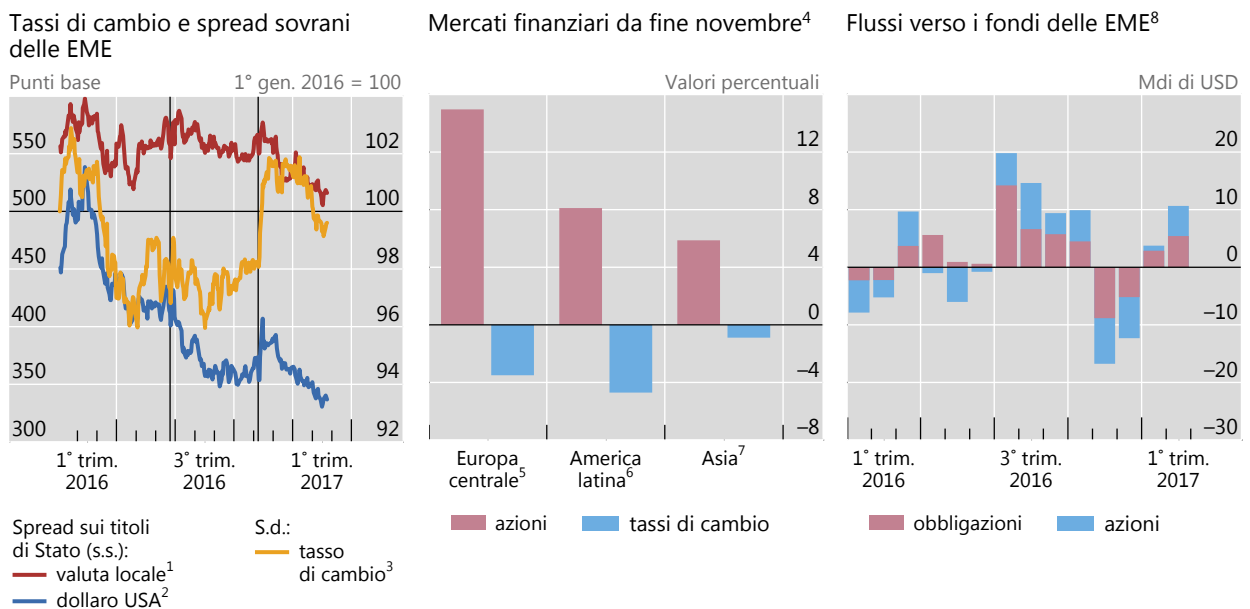
limitati legami commerciali e finanziari con gli Stati Uniti. I paesi dell'America latina – a eccezione del Messico – hanno parimenti registrato andamenti positivi, verosimilmente grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime. Le valute e le azioni delle economie asiatiche, che hanno legami commerciali stretti diretti e indiretti con gli Stati Uniti, non hanno invece registrato miglioramenti (grafico 6, diagramma centrale). A dicembre i deflussi di capitali si sono ridotti, trasformandosi in afflussi a gennaio e febbraio, per un totale netto di \$14 miliardi verso fondi delle EME dopo due mesi consecutivi di perdite. I deflussi netti cumulati negli ultimi due mesi del 2016 sono stati leggermente superiori a \$29 miliardi (grafico 6, diagramma di destra).

A giudicare dalle oscillazioni dei tassi di cambio (grafico 7, diagramma di sinistra), sembra che gli operatori di mercato abbiano temuto che una netta riduzione dei flussi commerciali internazionali potesse accentuare le tensioni in alcune EME. L'entità dell'avanzo commerciale bilaterale nei confronti degli Stati Uniti ha contribuito in maniera rilevante a spiegare la differenza nel recente deprezzamento delle valute delle EME nei confronti del dollaro (grafico 7, diagramma centrale). Sebbene i riflettori siano puntati sui paesi che esportano di più verso gli Stati Uniti, come la Cina e il Messico, uno shock del commercio mondiale potrebbe avere degli effetti a più ampio raggio attraverso ripercussioni sulle catene di valore mondiali.

Inoltre, gli andamenti di mercato hanno rispecchiato i timori che un dollaro più forte e tassi di interesse più elevati, sulla scia delle aspettative di stimoli fiscali e di una normalizzazione monetaria negli Stati Uniti, potessero esercitare pressioni sui bilanci dei prenditori delle EME. L'ammontare di titoli denominati in dollari USA in essere emessi dalle EME è salito dai \$509 miliardi del 2008 ai \$1 250 miliardi di fine

## Movimenti compensatori nei mercati finanziari delle EME

Grafico 6

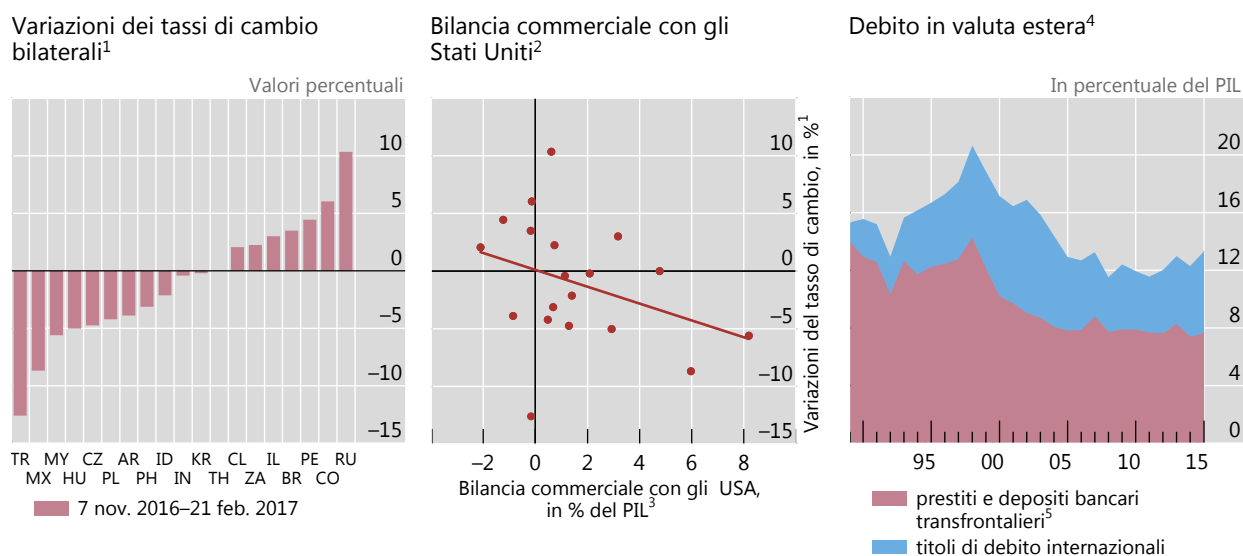


Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

<sup>1</sup> Indici JPMorgan GBI EM; spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni. <sup>2</sup> Indice JPMorgan EMBI Global, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). <sup>3</sup> Un aumento indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA; media semplice delle valute delle EME. <sup>4</sup> Un valore negativo indica un apprezzamento rispetto al dollaro USA; media semplice delle valute dei paesi elencati. <sup>5</sup> Europa centrale e orientale: CZ, HU, PL e RU. <sup>6</sup> AR, BR, CL, CO e PE. <sup>7</sup> HK, ID, IN, KR, MY, PH, SG e TH. <sup>8</sup> Somme mensili dei dati settimanali fino al 15 febbraio 2017; un valore positivo (negativo) indica una sottoscrizione (rimborso).

Fonti: Bloomberg; Datastream; EPFR; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.





<sup>1</sup> Un valore negativo indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA. <sup>2</sup> La retta stimata non tiene conto della Turchia (punto rosso in fondo). <sup>3</sup> Per ogni paese, definita come la bilancia commerciale con gli Stati Uniti divisa per il proprio PIL; al terzo trimestre 2016. Un valore negativo (positivo) indica un disavanzo (avanzo). <sup>4</sup> Importi in essere in base alla residenza, in percentuale del PIL; gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, TH, TR e ZA. <sup>5</sup> Verso/con il settore bancario e non bancario, denominati in CHF, EUR, GBP, JPY e USD. Prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere denominate nelle valute estere elencate.

Fonti: FMI, *Direction of Trade*, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; statistiche nazionali; statistiche BRI sui titoli di debito e statistiche su base locale per residenza; elaborazioni BRI.

settembre 2016, sulla base della residenza. Circa il 40% di tali titoli è stato emesso da società non finanziarie. A fine settembre 2016 il totale del debito in dollari USA (inclusi i prestiti bancari) dei prenditori non bancari delle EME era pari a \$3 600 miliardi. In percentuale del PIL, tuttavia, il debito totale delle EME denominato in valuta estera è ancora inferiore ai livelli osservati nel periodo immediatamente precedente la crisi finanziaria asiatica (grafico 7, diagramma di destra). E la sua composizione è cambiata. Il debito bancario è stato infatti in parte sostituito dall'emissione di titoli di debito a più lunga scadenza. Inoltre, le EME dispongono oggi, in linea generale, di riserve aggiuntive internazionali molto più corpose rispetto agli anni novanta. Comunque sia, l'aumento dell'onere debitorio sulla scia di un rafforzamento del dollaro e di un incremento dei tassi di interesse potrebbe trasformarsi in un ostacolo finanziario che rischierebbe di superare i possibili benefici commerciali, soprattutto se le economie avanzate divenissero meno aperte al commercio<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> J. Kearns e N. Patel, "Il canale finanziario dei tassi di cambio compensa il canale commerciale?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese), rivela che, in media, nelle EME il canale finanziario dei movimenti dei tassi di cambio – un livello e un costo più elevati del debito in valuta estera – compensa parzialmente il canale commerciale. Si riscontra inoltre che i canali sia commerciale sia finanziario hanno un ruolo più importante in Asia rispetto all'America latina, e che il canale finanziario è più rilevante per le EME che hanno emesso maggiore debito in valuta estera.

## Forti oscillazioni nei mercati finanziari cinesi a fronte di una stretta di liquidità

I mercati valutari e obbligazionari cinesi hanno affrontato notevoli oscillazioni al volgere dell'anno. Il graduale inasprimento delle condizioni finanziarie nazionali, sullo sfondo di persistenti deflussi di capitali e pressioni al ribasso sul cambio, ha innescato distorsioni temporali nell'offerta di liquidità in tutto il sistema finanziario.

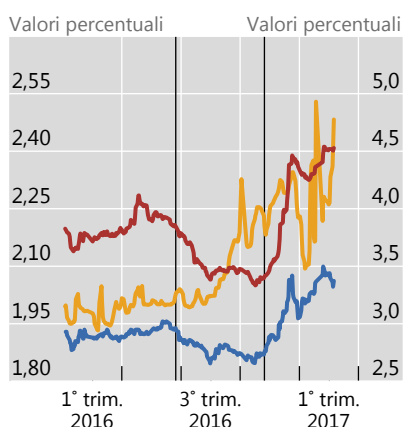
La ridotta liquidità nei mercati finanziari onshore ha contribuito a una violenta ondata di vendite delle obbligazioni nazionali a metà dicembre 2016. La liquidità aveva cominciato a ridursi gradualmente nel terzo trimestre. Dopo essersi perlopiù stabilizzato a circa il 2% agli inizi del 2016, il tasso di riferimento Shanghai Interbank Offered Rate (Shibor) aveva cominciato a salire ad agosto e aveva raggiunto il 2,20% a settembre. La traiettoria ascendente è proseguita nel quarto trimestre, con un aumento dello Shibor di altri 15 punti base tra ottobre e gli inizi di dicembre 2016 (grafico 8, diagramma di sinistra). Le condizioni di bassa liquidità nella seconda metà del 2016 sono in parte ascrivibili alle misure della People's Bank of China (PBC) volte a ridurre l'eccessivo indebitamento, come la diversificazione della struttura per scadenze delle operazioni di mercato aperto e l'introduzione di un trattamento prudenziale più rigoroso dei prodotti di gestione patrimoniale (*wealth management products*, WMP) contabilizzati fuori bilancio.

A fine novembre 2016, sulla scia della minore liquidità e di rendimenti più elevati a livello mondiale, i rendimenti del titolo di Stato decennale cinese erano saliti di circa 25 punti base rispetto a fine settembre. L'aumento aveva segnato un'accelerazione

La stretta di liquidità scuote i mercati valutari e obbligazionari in Cina

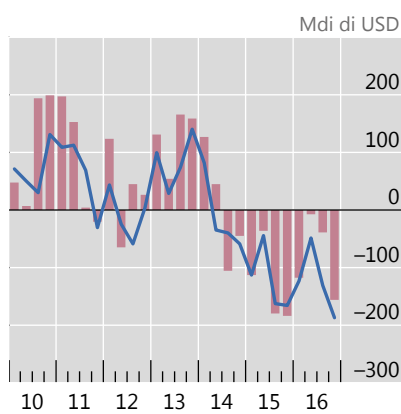
Grafico 8

Rendimenti obbligazionari a dieci anni e Shibor

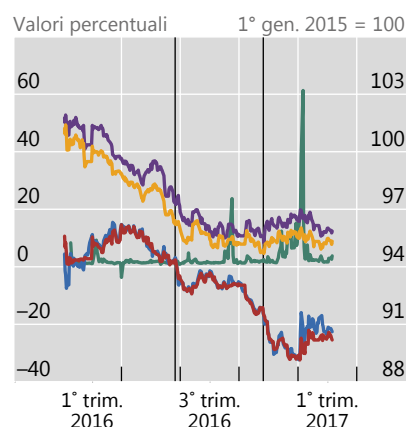


S.s.: O/N Shibor  
S.d.: obbligazioni societarie con rating AAA  
titoli di Stato

Riduzione delle riserve valutarie e delle vendite nette di valute alle banche



Forza del renminbi



S.s.: O/N Hibor  
S.d.<sup>2</sup>: Onshore spot (CNY)  
Offshore spot (CNH)  
CFETS (13 valute)  
CFETS (24 valute)

Le linee verticali nel diagramma di sinistra e in quello di destra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

<sup>1</sup> Escluse le riserve. <sup>2</sup> Un aumento indica un apprezzamento nei confronti del dollaro USA.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; China State Administration of Foreign Exchange; Bloomberg; CEIC; Datastream; elaborazioni BRI.

nella prima metà di dicembre. Sembra che i timori per una potenziale insolvenza di una società di intermediazione finanziaria di medie dimensioni su operazioni pronti contro termine non regolamentate siano stati la causa delle turbolenze di dicembre. La società aveva finanziato i suoi acquisti di obbligazioni con WMP e pronti contro termine, una prassi diffusa nel mercato cinese (cfr. riquadro B). Le obbligazioni sottostanti i pronti contro termine erano in perdita e i timori di un dissesto più generalizzato di questo tipo di operazioni hanno provocato il congelamento del mercato della raccolta all'ingrosso. La successiva stretta di liquidità ha a sua volta costretto le società di intermediazione a "svendere" le obbligazioni per poter rimborsare i loro prestiti a breve termine. Il 15 dicembre, il rendimento del titolo di Stato decennale e quelli delle obbligazioni societarie ad alto rating sono saliti di circa 15 punti base (grafico 8, diagramma di sinistra). Le tensioni hanno interessato anche i mercati dei futures: le negoziazioni nel segmento dei futures sui titoli di Stato decennali sono state sospese dopo aver fatto scattare i meccanismi di interruzione automatica. Si è trattato della prima sospensione dal rilancio delle contrattazioni di futures nel 2013. I mercati hanno finito per stabilizzarsi dopo l'immissione da parte delle autorità di liquidità mediante linee di credito a breve e medio termine.

Da settembre 2016 il renminbi aveva subito notevoli pressioni al ribasso nei confronti del dollaro, sulla scia di persistenti deflussi di capitali. Stando ai dati della bilancia dei pagamenti, il 40% dei circa \$490 miliardi di deflussi nel 2016 si è verificato durante il quarto trimestre (grafico 8, diagramma centrale)<sup>8</sup>. Altri indicatori segnalano che i deflussi sono proseguiti a gennaio, sebbene a un ritmo più moderato. In particolare, le riserve valutarie si sono ridotte di \$12 miliardi, in seguito a un calo mensile medio di \$52 miliardi nel trimestre precedente.

Nonostante questo contesto, sia il renminbi onshore (CNY) sia quello offshore (CNH) hanno registrato un marcato aumento all'inizio dell'anno (grafico 8, diagramma di destra). Dal 3 al 5 gennaio il CNH ha messo a segno il più forte rialzo mai osservato su due giorni, con un apprezzamento del 2,5% rispetto al dollaro. Nello stesso periodo, il CNY è salito dell'1,3%, il maggiore apprezzamento su due giorni da quando la Cina ha sganciato la propria valuta nel luglio del 2015. L'improvviso balzo del renminbi ha rispecchiato, in parte, una stretta di liquidità nel mercato della raccolta offshore, nel contesto delle misure della PBoC per contenere i deflussi di capitali, e il venir meno dell'apprezzamento del dollaro seguito alle elezioni. Ciò ha ridimensionato le persistenti aspettative di un deprezzamento, con il passaggio del CNH da sconto a premio nei confronti del CNY. La liquidità in CNH, già scarsa, si è ulteriormente prosciugata a mano a mano che gli investitori sono andati a caccia di disponibilità liquide per chiudere le posizioni corte. L'Hong Kong Interbank Offered Rate (Hibor) è balzato dal 17,8% del 3 gennaio a oltre il 61% del 6 gennaio, prossimo ai massimi livelli mai registrati. Tuttavia, nonostante l'elevata volatilità del renminbi nei confronti del dollaro, l'indice CFETS (che comprende un paniere di tassi di cambio del renminbi) è rimasto piuttosto stabile<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> In base ai dati preliminari della bilancia dei pagamenti pubblicati per il quarto trimestre 2016.

<sup>9</sup> Il 29 dicembre, il CFETS ha annunciato un aggiustamento dell'indice del renminbi a partire dal 1° gennaio 2017. Undici valute sono state aggiunte al paniere, corrispondenti a un peso del 21,09% nell'indice.

## Cosa determina il nuovo aumento dei saldi TARGET2?

Raphael Auer e Bilyana Bogdanova

I saldi TARGET2 (T2) sono nuovamente in rialzo. Dagli inizi del 2015 i saldi T2 delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro hanno registrato un aumento costante, in alcuni casi superando i livelli osservati durante la crisi del debito sovrano (grafico A, diagramma di sinistra). Tuttavia, a differenza di allora, il livello record dei saldi T2 deve essere visto come un effetto collaterale benigno dell'attuazione decentralizzata del Programma di acquisto di attività (PAA), piuttosto che come il segnale di una nuova fuga di capitali.

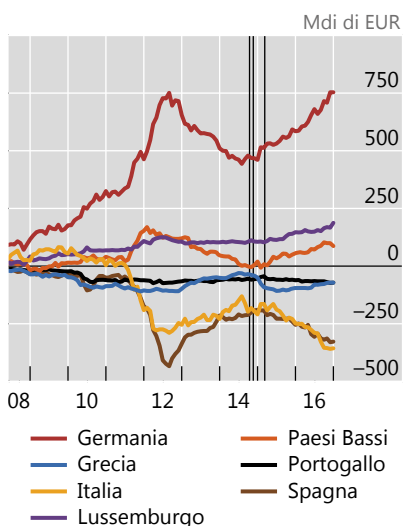
Poiché le operazioni di rifinanziamento nell'Eurosistema sono realizzate in maniera decentralizzata, è possibile che si generino delle attività o delle passività di banche centrali nazionali (BCN) nei confronti della Banca centrale europea (BCE). Le operazioni di mercato sono in larga misura attuate dalle BCN dell'Eurosistema piuttosto che dalla BCE. Quando una BCN eroga liquidità direttamente alle banche commerciali, essa mantiene le attività verso tali banche commerciali nel proprio bilancio. Ma i fondi possono finire sul conto di un'altra banca commerciale che ha una BCN diversa. Di conseguenza, la BCN che ha fornito la liquidità ha una passività nei confronti della BCE, mentre la BCN che riceve le riserve detiene un'attività verso la BCE.

I valori netti di queste attività e passività sono chiamati "saldi TARGET2" perché sono registrati nella seconda edizione del sistema di regolamento dei pagamenti nell'area dell'euro: il Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System, TARGET)<sup>①</sup>.

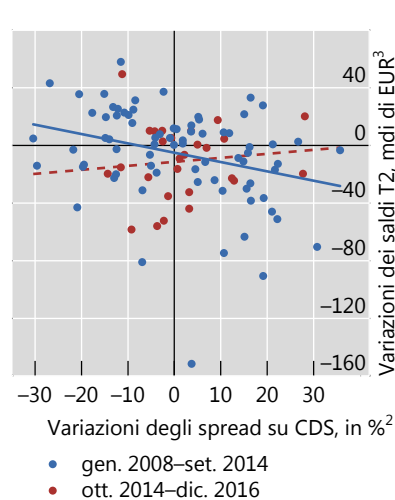
### I nuovi saldi TARGET2 record sono il risultato benigno della messa in atto decentralizzata del PAA

Grafico A

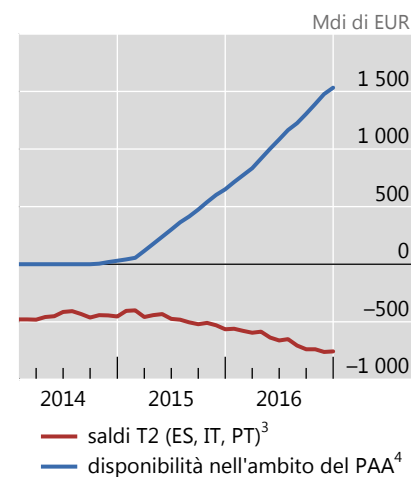
I saldi T2 hanno raggiunto nuovi record ...



... ma a differenza del periodo 2008-12, non sono determinati da questioni di solvibilità ...<sup>1</sup>



... ma piuttosto dai programmi di acquisto dell'Eurosistema



Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 15 ottobre 2014 (l'inizio del terzo programma di acquisti di obbligazioni bancarie garantite), il 21 novembre 2014 (lancio del programma di acquisti di titoli garantiti da attività) e il 9 marzo (lancio del programma di acquisti di attività del settore pubblico).

<sup>1</sup> La retta blu stimata mostra un'inclinazione di  $-0,58$  che è significativa al livello dell'1%. La retta rossa stimata mostra un'inclinazione di  $0,28$ , che non è significativa. <sup>2</sup> Valore mediano degli spread sui credit default swap di ES, IT e PT. <sup>3</sup> Saldi T2 combinati dei paesi elencati, a fine mese. <sup>4</sup> Posizioni nell'ambito del Programma di acquisto di attività (PAA) dell'Eurosistema, al costo ammortizzato; a fine mese.

Fonti: BCE; Markit; statistiche nazionali; elaborazioni degli autori.

Fino a metà 2012 i saldi T2 sono fortemente aumentati (grafico A, diagramma di sinistra) a causa di una fuga di capitali all'interno dell'area dell'euro. In quel periodo i mercati sovrani erano caratterizzati da elevate tensioni e in alcune parti dell'area dell'euro il rischio di ridenominazione era al centro dell'attenzione. Capitali privati si sono riversati da Irlanda, Italia, Grecia, Portogallo e Spagna verso mercati percepiti come più sicuri, come la Germania, il Lussemburgo o i Paesi Bassi.

Allora l'aumento dei saldi T2 è certamente sembrato essere legato ai timori per il rischio sovrano. I punti blu nel diagramma centrale del grafico A mostrano la stretta relazione tra gli spread sui credit default swap (CDS) sovrani di Italia, Portogallo e Spagna e l'andamento dei loro saldi T2 combinati nel periodo da gennaio 2008 a settembre 2014. A ogni aumento degli spread sui CDS di queste economie, il corrispondente deflusso di capitali privati faceva salire il disavanzo T2. Con il ridursi degli spread sui CDS in seguito al ritorno della fiducia nell'area dell'euro a metà 2012, i deflussi di capitali sono parzialmente rientrati e i disavanzi T2 si sono ridotti.

L'attuale aumento non sembra invece essere legato a timori per la sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro. I punti rossi nel diagramma centrale del grafico A mostrano che nel periodo tra ottobre 2014 e dicembre 2016 non esisteva una relazione tra gli spread sui CDS sovrani di Italia, Portogallo e Spagna e l'andamento del loro saldo T2 combinato.

L'attuale incremento degli squilibri T2 sembra avere una causa diversa, ossia il programma di acquisti di attività dell'Eurosistema, che incide meccanicamente sugli andamenti di tali saldi. Numerosi acquisti nell'ambito del PAA sono condotti da BCN tramite banche situate in *altri* paesi. Ciò accade ad esempio, se la Banca d'Italia, nell'ambito dell'attuazione del PAA, acquista titoli da una banca con sede a Londra che è connessa al sistema T2 mediante una banca corrispondente situata in Germania. L'importo dell'acquisto è accreditato sul conto della banca corrispondente tedesca presso la Deutsche Bundesbank, facendo così crescere l'avanzo T2 della Bundesbank. Analogamente, il disavanzo T2 della Banca d'Italia aumenta.

Di conseguenza, gli squilibri T2 aumenteranno ogni volta che qualsiasi BCN debitrice T2 effettua un acquisto di attività con una controparte che ha una banca corrispondente situata presso una BCN T2 creditrice. Ciò accade molto di frequente. Ad esempio, mentre la Bundesbank stessa acquista meno di un quarto del totale del programma di acquisti PAA, il 60% di tutti gli acquisti dell'Eurosistema nell'ambito del PAA è effettuato tramite banche che sono connesse al sistema T2 tramite la Bundesbank<sup>②</sup>.

Poiché il mercato interbancario europeo è ancora frammentato, la liquidità non circola nell'area dell'euro e gli squilibri T2 aumentano con l'accumularsi delle disponibilità totali nell'ambito del PAA. L'aumento complessivo degli squilibri T2 può di fatto essere strettamente connesso al totale degli acquisti effettuati nell'ambito del programma PAA (grafico A, diagramma di destra). Uno studio recente, che tiene conto dell'ubicazione esatta delle banche corrispondenti per ciascun acquisto di titoli nel programma PAA, mostra che il riemergere di squilibri nei saldi T2 è quasi totalmente riconducibile alle operazioni PAA<sup>③</sup>.

Questo impatto meccanico del PAA sugli squilibri dei saldi T2 è anche confermato dall'andamento dei saldi T2 nei confronti della Grecia. Le obbligazioni sovrane del paese non sono idonee al PAA e di conseguenza il disavanzo T2 della Grecia è rimasto di fatto più o meno stabile negli ultimi mesi (grafico A, diagramma di sinistra).

① Per una descrizione dettagliata di questo sistema e delle origini degli squilibri nei saldi T2 durante la crisi del debito europeo, cfr. R. Auer, "What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis", *Economic Policy*, vol. 29, n. 77, 2014, pagg. 139-97; BCE, "TARGET balances and monetary policy operations", *Bollettino economico*, maggio 2013; e S. Cecchetti, R. McCauley e P. McGuire, "Interpreting TARGET2 balances", *BIS Working Papers*, n. 393, dicembre 2012. ② Cfr. C.-L. Thiele, "Das Netz der Notenbanken", *Handelsblatt*, 7 febbraio 2017. ③ Cfr. BCE, "I saldi Target e il programma di acquisto di attività", *Bollettino economico*, novembre 2016.

## Dai *wealth management product* al mercato obbligazionario

Negli ultimi anni i modelli di finanziamento delle banche in Cina si sono incentrati sempre di più sui prodotti di gestione patrimoniale (*wealth management products*, WMP) e sui depositi societari (grafico B, diagramma di sinistra). I WMP sono prodotti di risparmio emessi da banche o da altre istituzioni finanziarie che offrono rendimenti relativamente alti se paragonati ai tradizionali depositi bancari o ai titoli di Stato (diagramma centrale). Alcuni di questi strumenti presentano una garanzia del capitale e persino del rendimento da parte degli emittenti e sono iscritti in bilancio, ma nella stragrande maggioranza dei casi non offrono alcuna garanzia e sono tenuti fuori dal bilancio dell'emittente. Nonostante la mancanza di garanzie esplicite, questi strumenti sono generalmente considerati sicuri dagli investitori. Alla fine della prima metà del 2016, i WMP emessi da banche ammontavano a CNY 26 300 miliardi, quasi il 40% del PIL del 2015. La proliferazione di questi strumenti dimostra che le tradizionali demarcazioni tra il mercato bancario e quello dei titoli non sono sempre nitide e che ogni struttura regolamentare deve tener conto dell'interconnessione fra i sistemi.

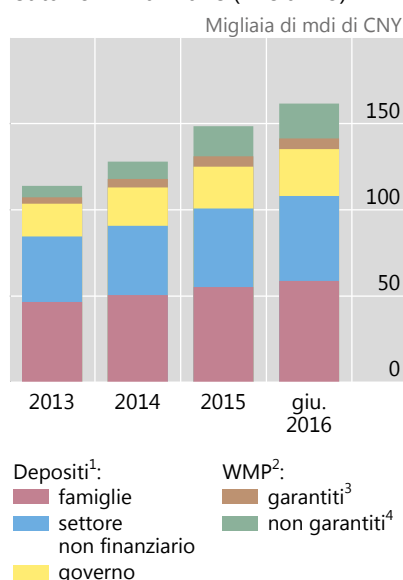
Le banche non sono solo emittenti ma anche acquirenti di WMP. I grandi istituti sarebbero soliti fornire finanziamenti all'ingrosso a banche di piccole dimensioni mediante l'acquisto dei loro WMP. Sul totale di CNY 26 300 summenzionato, circa 4 000 miliardi sono rappresentati da acquisti effettuati da altre banche. Inoltre, le grandi banche forniscono liquidità a quelle più piccole anche attraverso prestiti interbancari finanziati con i proventi delle loro emissioni di WMP. Nella prima metà del 2016 gran parte del 16% di strumenti del mercato monetario presente nella composizione del portafoglio dei WMP era costituita da questi prestiti (grafico B, diagramma di destra). Questi due canali potrebbero sovrapporsi poiché i prestiti interbancari implicano in alcuni casi l'acquisto di WMP o il loro impegno come garanzia.

Per poter mantenere i WMP fuori dai loro bilanci, le banche ricorrono spesso a società di intermediazione per la gestione dei fondi raccolti tramite i WMP. Lo scorso giugno circa il 40% del portafoglio aggregato di WMP era investito

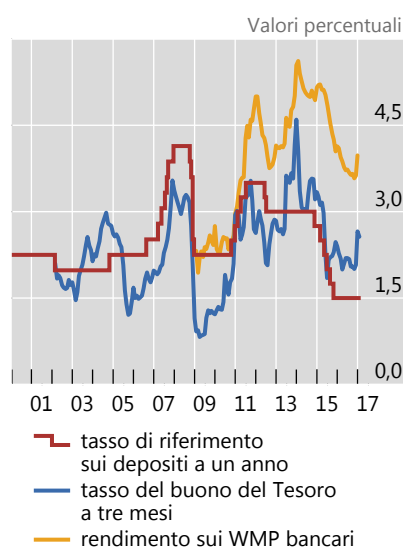
## Un profilo dei prodotti di gestione patrimoniale (WMP) in Cina

Grafico B

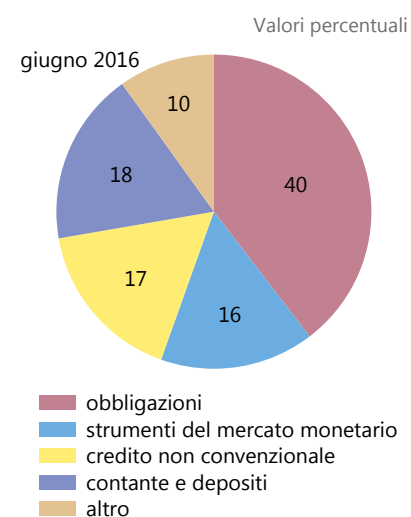
Fonti di finanziamento delle istituzioni finanziarie (fine anno)



Tassi di interesse e rendimento dei WMP



Allocazione di portafoglio dei WMP



<sup>1</sup> Sono esclusi i depositi di istituzioni finanziarie non bancarie. <sup>2</sup> WMP emessi da banche. <sup>3</sup> WMP con protezione del capitale ma rendimento variabile e WMP con garanzia del rendimento; iscritti in bilancio. <sup>4</sup> WMP senza protezione del capitale; contabilizzati fuori bilancio.

Fonti: CEIC; China Central Depository & Clearing Co Ltd, [www.chinawealth.com.cn](http://www.chinawealth.com.cn); elaborazioni BRI.

nel mercato obbligazionario (grafico B, diagramma di destra). Allo scopo di accrescere i redditi da capitale, e in un contesto di abbondante liquidità, le società di intermediazione sfrutterebbero l'effetto leva sui loro investimenti obbligazionari tramite operazioni pronti contro termine. Una parte significativa di queste operazioni pronti contro termine viene realizzata tramite accordi verbali informali tra gli operatori di mercato e non è regolamentata. Ne consegue la proliferazione di portafogli di strumenti a reddito fisso con elevati indici di leva.

La liquidazione di questi portafogli a leva durante la paralisi del mercato della raccolta all'ingrosso sembra essere stata all'origine delle tensioni nel mercato obbligazionario di metà dicembre. Con il calo dei prezzi delle obbligazioni e la simultanea riduzione della liquidità, le società di intermediazione sono state costrette a vendere le obbligazioni per poter rimborsare le banche di piccole dimensioni, che a loro volta erano messe sotto pressione dalla necessità di ripagare i prestiti ricevuti dagli istituti più grandi. Ciò ha finito col causare un'ulteriore flessione delle quotazioni obbligazionarie, con la trasmissione della stretta di liquidità lungo la catena di finanziamento.