

Il dinamismo dei mercati nasconde fragilità?¹

I mercati rimangono euforici nonostante il picco di metà ottobre della volatilità di gran parte delle classi di attivi. Tale netto ridimensionamento della propensione al rischio rifletteva la crescente incertezza sulle prospettive economiche e sull'orientamento monetario a livello globale, nonché l'accentuarsi delle tensioni geopolitiche. Con l'intensificarsi delle pressioni in vendita, la liquidità di mercato si era temporaneamente prosciugata, amplificando i movimenti dei mercati.

I mercati si sono ripresi rapidamente non appena i timori per le condizioni dell'economia si sono stemperati e alcune importanti banche centrali hanno allentato ancora di più la politica monetaria. In particolare, la Bank of Japan e la BCE hanno messo in campo ulteriori stimoli, mentre la Federal Reserve ha messo fine al programma di acquisti di attività finanziarie (QE3). Queste mosse di segno opposto hanno prodotto movimenti marcati dei tassi di cambio, con un apprezzamento del dollaro contro la maggior parte delle valute.

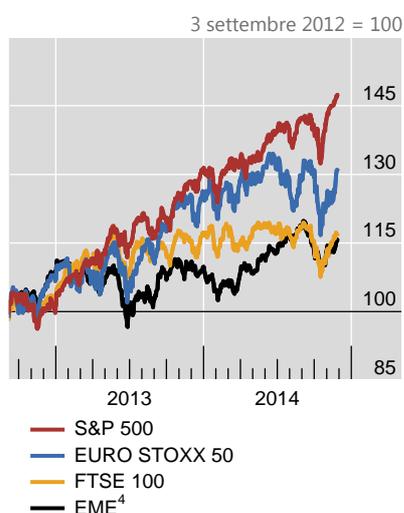
I bruschi movimenti dei mercati sono risultati ancora più pronunciati di quelli analoghi di agosto, quando una repentina correzione dei mercati finanziari internazionali era stata seguita a stretto giro da una nuova fase di rialzo. Tali dinamiche fanno ritenere che dietro l'attuale euforia si nascondano non poche fragilità.

Crescenti segnali di fragilità

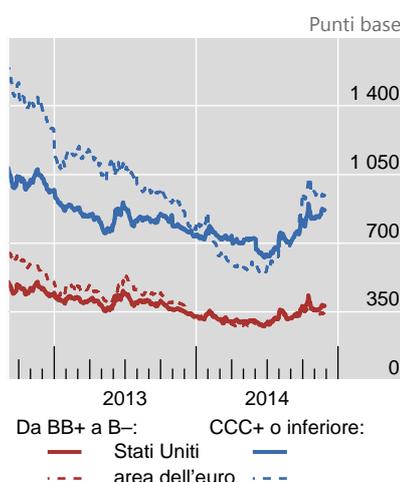
Inframmezzata da periodi di estrema volatilità, è proseguita la fase di rialzo dei mercati finanziari internazionali ormai in atto da due anni, in un contesto di bassa crescita e politiche monetarie insolitamente accomodanti nelle economie avanzate. Gli ampi stimoli monetari hanno alimentato la propensione al rischio degli investitori e incoraggiato la ricerca di attività a più alto rendimento. I mercati azionari sono saliti vigorosamente nel corso di questi due anni, specialmente nelle economie avanzate (grafico 1, diagramma di sinistra). I rendimenti delle obbligazioni societarie ad alto rendimento si sono ridotti (diagramma centrale) e i livelli eccezionalmente bassi dei rendimenti dei titoli di Stato hanno spinto verso l'alto le valutazioni delle attività rischiose (diagramma di destra). La corsa al

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

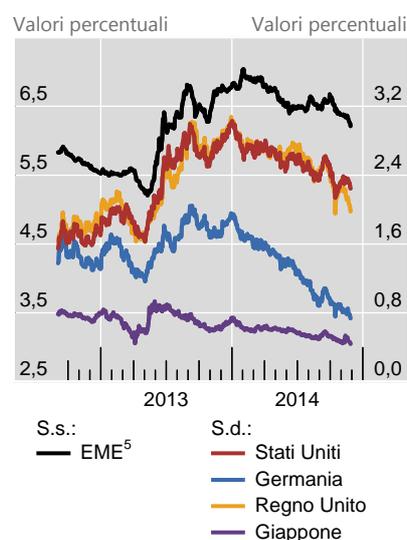
Andamenti dei mercati azionari¹



Spread creditizi delle imprese²



Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine³



¹ Indici del mercato azionario, in termini di moneta locale. ² Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di obbligazioni denominate in moneta locale ed emesse da società finanziarie e non finanziarie. ³ Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni. ⁴ Indice azionario MSCI Emerging Markets. ⁵ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. Questo indice fornisce una misura generale dei titoli di debito a tasso fisso emessi dalle amministrazioni pubbliche nelle economie emergenti (EME) nella moneta locale.

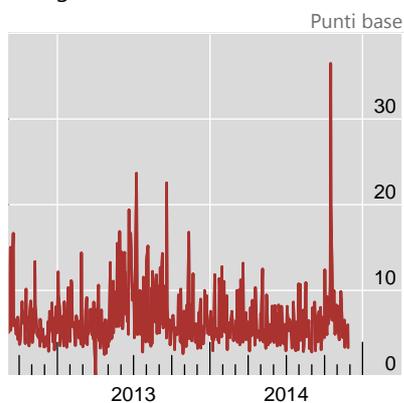
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

rendimento ha rivitalizzato anche la finanza strutturata e spinto i mercati dei prestiti leveraged su livelli non più osservati dal 2008 (riquadro 1).

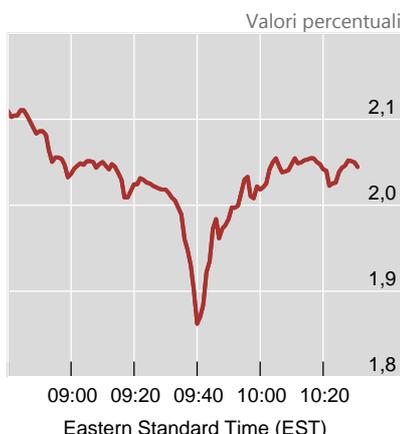
Gli andamenti recenti, tuttavia, indicano che i mercati stanno diventando sempre più fragili. Ai primi di agosto e a metà ottobre le quotazioni nei mercati

Le fragilità potrebbero essere in aumento¹

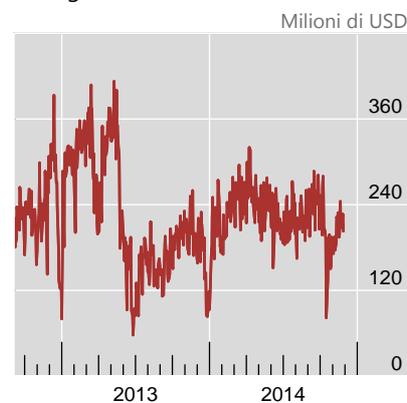
Differenza fra rendimento infragiornaliero massimo e minimo



Rendimento obbligazionario il 15 ottobre 2014



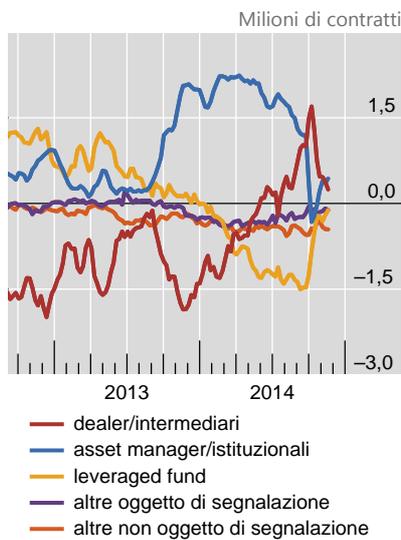
Spessore del mercato obbligazionario²



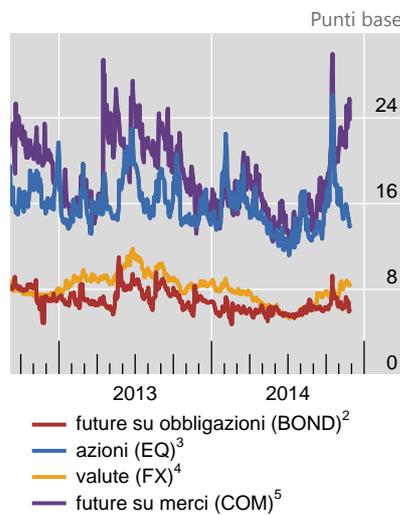
¹ Titolo di Stato generico statunitense a dieci anni. ² Calcolato come media delle tre quotazioni più elevate in offerta e in vendita, media giornaliera fra le 08:30 e le 10:30 EST.

Fonti: Bloomberg; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

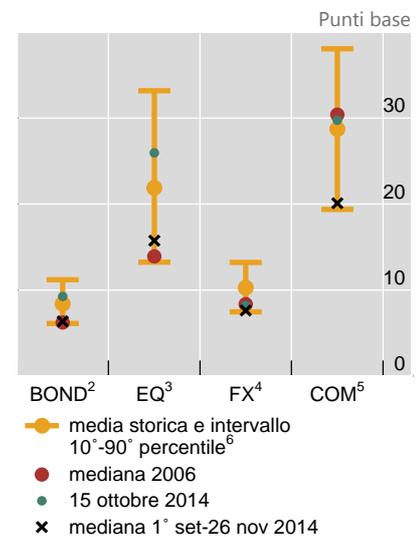
Assunzione di posizioni in futures su eurodollari¹



Volatilità negli ultimi due anni



Raffronto storico



¹ In base al rapporto *Traders in Financial Futures* (TFF) della Commodity Futures Trading Commission statunitense; un valore negativo corrisponde a posizioni corte nette aggregate in future sull'eurodollaro a tre mesi negoziati sul Chicago Mercantile Exchange. ² Media ponderata in base al PIL e alle PPA della volatilità implicita nelle opzioni at-the-money relative ai futures sulle obbligazioni a lungo termine di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Volatilità implicita degli indici azionari S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato dei rispettivi indici. ⁴ Indice JPMorgan VXY Global; misura la volatilità implicita nelle opzioni at-the-money a tre mesi relative a 23 tassi di cambio del dollaro USA, ponderata per il volume delle contrattazioni. ⁵ Media semplice della volatilità implicita nelle opzioni at-the-money relative a contratti futures su petrolio, oro e rame. ⁶ Le osservazioni cominciano nel 2001.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

azionari globali sono crollate (grafico 1, diagramma di sinistra). Il carattere estremo dei movimenti di prezzo infragiornalieri a metà ottobre evidenzia quanto i mercati siano diventati sensibili alle sorprese, anche minime. Il 15 ottobre il rendimento sui titoli del Tesoro statunitensi a 10 anni è sceso di quasi 37 punti base (grafico 2, diagramma di sinistra), più di quanto avesse fatto il 15 settembre 2008, allorché Lehman Brothers aveva dichiarato il fallimento. I movimenti del mercato sono stati particolarmente pronunciati nell'arco di un intervallo di venti minuti, quando il rendimento è sceso e poi risalito di circa 20 punti base (grafico 2, diagramma centrale). L'entità di queste fluttuazioni è ampia rispetto alle sorprese effettive sul piano economico e delle politiche, considerando che l'unica notizia negativa rilevante quel giorno era stata la pubblicazione, un'ora prima dell'episodio, di dati leggermente più deboli del previsto sulle vendite al dettaglio negli Stati Uniti.

Lo scossone iniziale è stato significativamente amplificato dal deterioramento delle condizioni di liquidità. Dall'inizio dell'anno molti investitori che operano con un elevato grado di leva finanziaria (di regola hedge fund) avevano assunto posizioni corte nette in future su eurodollari, in previsione di un aumento dei tassi a lungo termine (grafico 3, diagramma di sinistra). Dalla fine di settembre hanno cominciato a liquidare queste posizioni, che a metà ottobre risultavano tuttavia ancora elevate. Quando alcuni operatori hanno cercato di disfarsi in fretta di altre posizioni come queste, la liquidità è evaporata, esacerbando le cattive notizie (grafico 2, diagramma di destra).

Segnali di ripresa nei mercati della finanza strutturata e dei prestiti leveraged

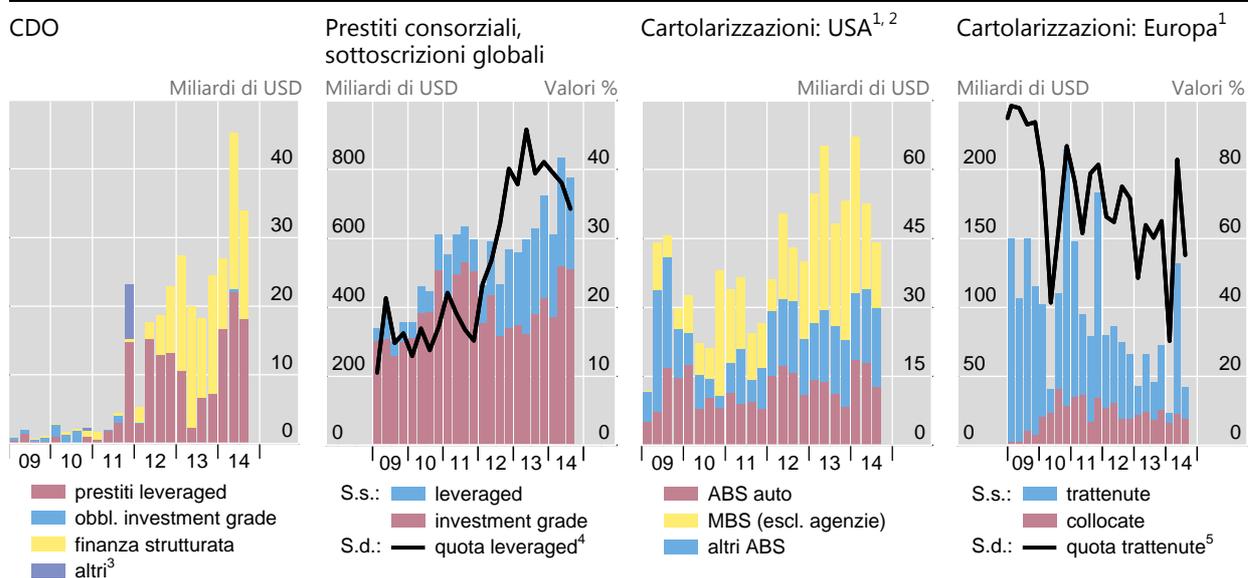
Branimir Gruić, Adrian van Rixtel e Jhuvesh Sobrun

La ricerca di rendimento ha impresso nuovo slancio ad alcuni segmenti dei mercati della finanza strutturata e ha spinto le emissioni di prestiti ad alto grado di leva (leveraged) a livelli senza precedenti. L'emissione di collateralised debt obligation (CDO) ha registrato una netta ripresa nei primi tre trimestri del 2014 (grafico A, diagramma di sinistra). Questi strumenti comportano la creazione di un nuovo titolo a partire da portafogli di attività preesistenti, permettendo di offrire rendimenti più elevati a fronte di un pool di garanzie reali relativamente diversificato. Prima della crisi, gran parte dei CDO era garantita da asset-backed securities (ABS). Di recente, circa il 55% dei CDO era invece costituito da prestiti leveraged. La finanza strutturata ha quindi ampliato la base di investitori per questi prestiti, che negli ultimi anni hanno rappresentato circa il 40% dei prestiti consorziali (grafico A, secondo diagramma). L'attività nei mercati dei prestiti leveraged ha persino superato i livelli registrati prima della crisi: gli annunci trimestrali medi nell'anno terminato a fine settembre 2014 sono stati pari a \$250 miliardi, un livello nettamente superiore alla media di \$190 miliardi nel periodo pre-crisi tra il 2005 e la metà del 2007. Per contro, i recenti volumi di emissioni di CDO sono rimasti ben al disotto degli importi record emessi nel 2006 e 2007.

I mercati delle cartolarizzazioni hanno parimenti mostrato segni di ripresa negli ultimi anni, specie negli Stati Uniti (grafico A, terzo diagramma). Le emissioni cartolarizzate statunitensi (escluse quelle di agenzie federali) nei primi tre trimestri del 2014 hanno raggiunto complessivamente \$164 miliardi, un ammontare ben superiore ai livelli registrati in periodi simili nel 2009 e 2010. L'incremento più marcato ha interessato i titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) non emessi da agenzie federali, di riflesso ai miglioramenti dei mercati delle abitazioni e dei mutui statunitensi. La ripresa dei mercati delle cartolarizzazioni è stata molto più contenuta in Europa, dove le emissioni tra gennaio e settembre 2014 sono aumentate rispetto allo stesso periodo del 2013, pur rimanendo significativamente inferiori agli importi emessi in anni precedenti. Vi è stato tuttavia un importante

Emissioni nei mercati della finanza strutturata e dei prestiti leveraged

Grafico A



ABS = asset-backed securities; CDO = collateralised debt obligation; MBS = mortgage-backed securities.

¹ Escluse le cash flow CDO. ² Esclusi gli MBS di agenzie federali. ³ Obbligazioni ad alto rendimento, garanzie collaterali miste, altri swap e altri strumenti. ⁴ Quota dei prestiti leveraged sul totale delle sottoscrizioni di prestiti consorziali. ⁵ Quota delle emissioni trattenute sul totale delle cartolarizzazioni.

Fonti: Association for Financial Markets in Europe (AFME); Dealogic; Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA); elaborazioni BRI.

cambiamento nella composizione delle emissioni: le cartolarizzazioni trattenute hanno lasciato il posto ai collocamenti presso il pubblico (grafico A, diagramma di destra). Le emissioni trattenute non vengono collocate nei mercati dei capitali, bensì mantenute nel bilancio dell'emittente come garanzia da stanziare nelle operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale. La quota delle emissioni trattenute sul totale è scesa dal 97% dei primi tre trimestri del 2009 al 56% nello stesso periodo del 2014, di riflesso a una maggiore partecipazione degli investitori privati ai mercati delle cartolarizzazioni europee.

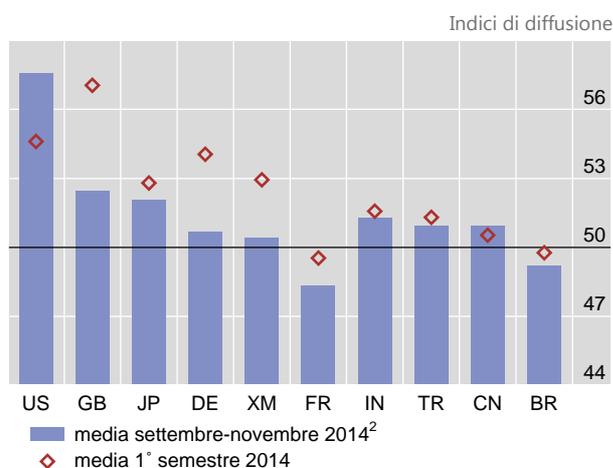
Il rimbalzo dei mercati, tuttavia, non si è fatto attendere e alla fine di novembre alcune classi di attività avevano raggiunto nuovi record. Un primo puntello è arrivato dalle dichiarazioni di funzionari delle banche centrali di Stati Uniti e Regno Unito, che indicavano un possibile prolungamento dell'allentamento quantitativo. A rafforzare ulteriormente la fiducia dei mercati hanno provveduto poi dati macroeconomici più solidi del previsto, come quelli sulla produzione industriale negli Stati Uniti. A partire dalla fine di ottobre un ulteriore stimolo è arrivato dall'allentamento della politica monetaria in Cina, Europa e Giappone, che ha sospinto i mercati azionari a nuovi record negli Stati Uniti (grafico 1, diagramma di sinistra) e i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine ai minimi storici in molte economie dell'area dell'euro. Gli spread sul debito societario, tuttavia, sono rimasti al di sopra dei minimi toccati in estate (grafico 1, diagramma centrale).

I cambiamenti del clima di mercato hanno trovato riflesso nelle marcate oscillazioni della volatilità implicita (prospettica) delle principali classi di attività. Il 15 ottobre la volatilità del mercato azionario è schizzata a livelli che non si vedevano da oltre due anni. Anche sui mercati del debito, delle materie prime e dei cambi la volatilità ha evidenziato movimenti marcati (grafico 3, diagramma centrale). Ma grazie alla ripresa dell'ottimismo l'impennata si è rivelata di breve durata, al punto che la maggior parte delle volatilità mediane risultava bassa rispetto ai parametri storici, e grosso modo in linea con gli andamenti del 2006 (grafico 3, diagramma di destra).

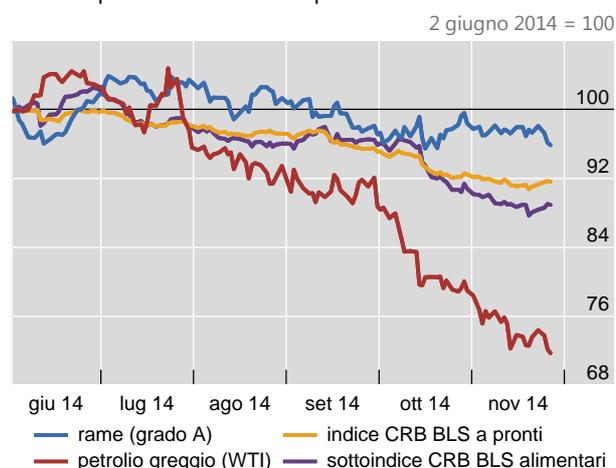
Nonostante i segnali di un aumento delle fragilità, la pubblicazione della valutazione approfondita della BCE il 26 ottobre ha avuto un impatto limitato nel contesto di migliorate condizioni di mercato. La verifica della qualità degli attivi e le prove di stress, basate sulle posizioni finanziarie di fine 2013, hanno rivelato una carenza patrimoniale aggregata di €25 miliardi per 25 delle 130 istituzioni esaminate. Ma tenendo conto delle iniezioni di capitale operate nel corso di quest'anno, l'ammanto patrimoniale attuale si attesta a €9,5 miliardi e riguarda 13 banche. I mercati inizialmente hanno reagito con indifferenza o positivamente. La maggioranza delle banche interessate dalla verifica della BCE ha registrato un calo del titolo azionario nella prima giornata di negoziazione dopo la diffusione dei risultati, ma alla fine della settimana le perdite erano state perlopiù recuperate, a eccezione delle banche che avevano segnalato carenze patrimoniali considerevoli.

La divergenza globale può acuire le fragilità

Il recente episodio di volatilità nei mercati finanziari si è verificato in un contesto di incertezza crescente sulle prospettive dell'economia globale e di tensioni geopolitiche sempre più acute. Gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) nel comparto manifatturiero indicavano una perdita di slancio dell'economia,

PMI manifatturiero¹

Prezzi a pronti delle materie prime



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

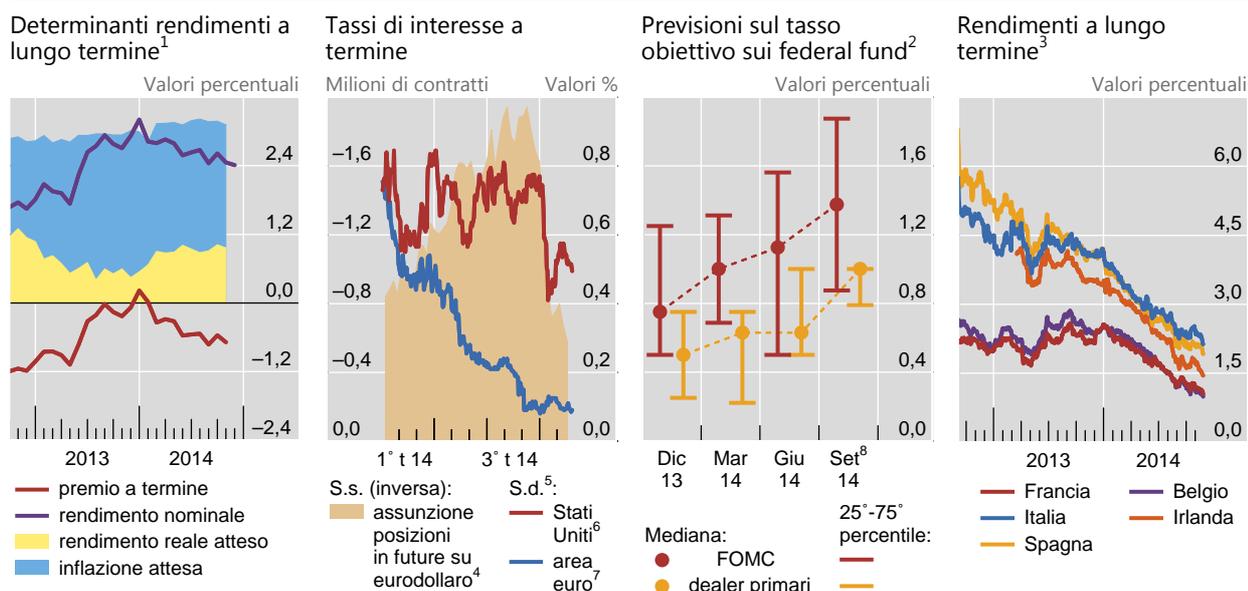
¹ Indice dei responsabili degli acquisti (PMI) ricavato da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). ² Settembre-ottobre 2014 per Brasile, Cina, India e Turchia.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

specialmente in Europa (grafico 4, diagramma di sinistra). I mercati sono rimasti particolarmente sorpresi dai dati relativi alla Germania, dove uno degli indicatori più seguiti, l'indice Ifo sulla fiducia delle imprese, è sceso in ottobre al livello più basso da due anni. A influenzare i mercati sono state anche le previsioni poco incoraggianti dell'FMI sull'economia mondiale, che hanno individuato altri punti deboli ad esempio in Giappone, Cina e nelle principali economie emergenti (EME). Un'importante eccezione a questo quadro di relativa fiacchezza delle prospettive macroeconomiche è provenuta dagli Stati Uniti, dove dati recenti segnalavano una ripresa più sostenuta.

I prezzi del petrolio e di altre materie prime hanno continuato a calare significativamente (grafico 4, diagramma di destra). Uno dei motivi è il rallentamento della crescita economica, ma il fattore chiave, almeno per il petrolio, sembra essere stato l'aumento dell'offerta: diversi importanti paesi produttori di greggio hanno considerevolmente incrementato la produzione negli ultimi mesi. È probabile che l'abbassamento dei prezzi delle materie prime abbia complessivamente un impatto, a conti fatti, positivo per l'economia mondiale. A beneficiarne saranno in particolare i paesi importatori netti di materie prime, per effetto dei miglioramenti del conto corrente e della riduzione dei sussidi energetici. Ma i paesi esportatori, in particolare quelli con fondamentali meno solidi, potrebbero subire contraccolpi, una possibilità che offusca il clima di mercato nei confronti di paesi come il Brasile e la Russia.

Gli andamenti macroeconomici divergenti hanno trovato riflesso nelle azioni divergenti di politica monetaria. La Federal Reserve ha messo termine il 29 ottobre al programma QE3, che dal settembre 2012 ha dilatato il bilancio della Fed di quasi il 60%, portandolo a \$4 500 miliardi, con un incremento del 25% rispetto al PIL di metà 2014. Allo stesso tempo la Fed ha mantenuto il tasso sui federal fund alla soglia zero. Essendo state largamente previste, queste azioni di politica monetaria



¹ Scomposizione del rendimento nominale a dieci anni statunitense basata su 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. ² Previsioni per la fine del 2015. L'asse delle ascisse riporta il momento di pubblicazione delle previsioni. A partire da settembre 2014 il valore delle previsioni del FOMC è innalzato all'1/8 di punto percentuale più prossimo (in precedenza, all'1/4 di punto percentuale); le previsioni dei dealer primari per il tasso obiettivo sui federal fund corrispondono ai risultati dell'indagine per il limite superiore della fascia obiettivo. ³ Rendimento del titolo di Stato generico a dieci anni; minimi infragiornalieri. ⁴ In base al rapporto *Commitments of Traders (COT)* – *Chicago Mercantile Exchange* della Commodity Futures Trading Commission statunitense; un valore negativo corrisponde all'assunzione di posizioni nette aggregate in future sull'eurodollaro a tre mesi da parte dei trader non commerciali (nel rapporto i trader sono suddivisi in "commerciali" e "non commerciali"). ⁵ Impliciti nei contratti futures con scadenza nel dicembre 2015. ⁶ Future a 30 giorni sul tasso sui federal fund. ⁷ Futures a tre mesi sull'Euribor. ⁸ Ottobre 2014 per i dealer primari.

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

non hanno prodotto effetti significativi sui prezzi delle attività, diversamente dal "taper tantrum" dello scorso anno.

Nonostante la graduale uscita della Federal Reserve dal QE3, le stime del premio a termine sui rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi sono rimaste largamente in territorio negativo, segnando addirittura ulteriori cali. Quelle relative al titolo a dieci anni sono diminuite di oltre 10 punti base da settembre alla fine di ottobre (grafico 5, diagramma di sinistra).

Anche le aspettative dei mercati sui tassi di interesse a breve termine USA futuri sono diminuite. I tassi a termine per la fine del 2015 sono calati (grafico 5, secondo diagramma) e andamenti simili si sono riscontrati lungo tutta la struttura per scadenze. Le variazioni sono state particolarmente accentuate il 15 ottobre, e non sono state riassorbite al momento della conclusione effettiva del QE3. Inoltre, durante tutto lo scorso anno, le previsioni dei dealer primari sui tassi di interesse futuri sono risultate costantemente e significativamente inferiori rispetto a quelle dei membri del Federal Open Market Committee (grafico 5, terzo diagramma). Un futuro allineamento delle aspettative potrebbe sollevare il rischio di brusche correzioni.

Contrariamente alla Federal Reserve, la BCE ha adottato un orientamento monetario ancora più espansivo. Agli inizi di settembre ha abbassato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 10 punti base, allo 0,05%, e il tasso sui depositi presso la banca centrale al -0,20%. Inoltre, il Consiglio direttivo

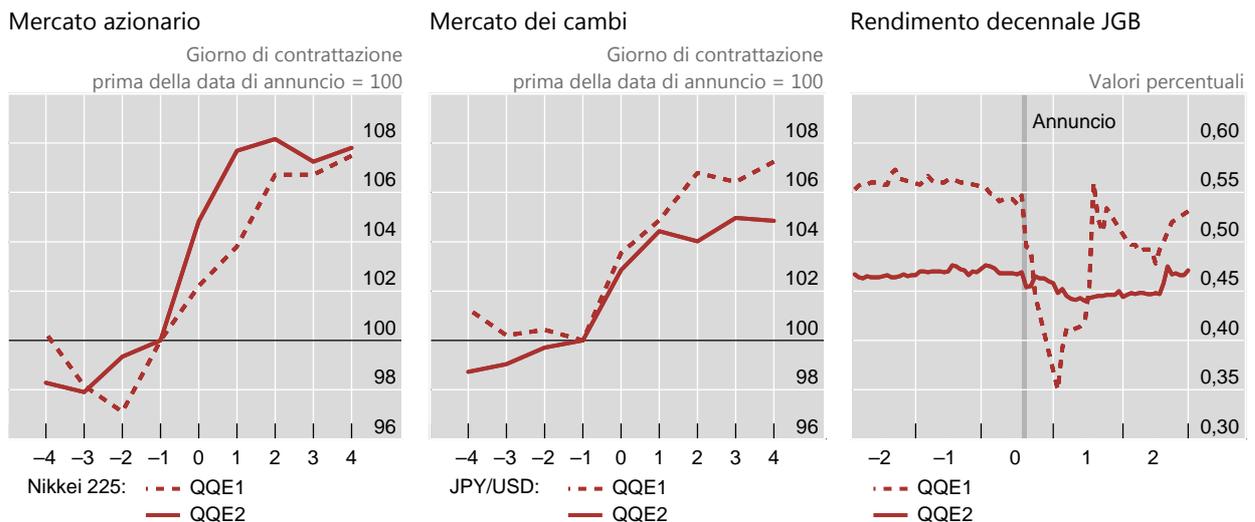
ha annunciato l'intenzione di acquistare asset-backed securities garantiti da crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro e covered bond denominati in euro emessi da istituzioni finanziarie monetarie (IFM) domiciliate nell'area dell'euro. Questi programmi hanno preso il via rispettivamente in ottobre e in novembre. Insieme alla serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine da condurre fino a giugno 2016, essi dovrebbero riportare il bilancio della BCE verso i livelli degli inizi del 2012, espandendolo di circa €1 000 miliardi, pari al 50% delle sue dimensioni attuali o al 10% circa del PIL dell'area dell'euro di metà 2014.

Mentre gli annunci di politica monetaria più importanti degli ultimi mesi erano stati anticipati dai mercati e hanno quindi suscitato reazioni contenute, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono scesi ai minimi storici per molti paesi dell'area dell'euro dopo il discorso del Presidente della BCE Draghi il 21 novembre, che sottolineava come la BCE avrebbe fatto ciò che doveva per conseguire un aumento dell'inflazione e delle aspettative di inflazione, ricalibrando l'entità, il ritmo e la composizione degli acquisti di attività finanziarie laddove le politiche annunciate si fossero rivelate insufficienti. Queste dichiarazioni hanno messo in moto un ulteriore calo dei rendimenti dei titoli di Stato decennali, che alla data del 26 novembre, al termine del periodo in rassegna, erano scesi ai minimi storici per nove importanti paesi dell'area dell'euro, fra i quali la Francia, l'Irlanda e la Spagna (grafico 5, diagramma di destra).

Il 31 ottobre la Bank of Japan ha sorpreso i mercati ampliando il suo programma di allentamento quantitativo e qualitativo (QQE), con un innalzamento dell'obiettivo di espansione della base monetaria da ¥60 000-70 000 miliardi a ¥80 000 miliardi l'anno. Se attuata, questa decisione porterà il bilancio della banca centrale ad aumentare di quasi il 30%, o di oltre il 16% del PIL di metà 2014, nel corso del prossimo anno. Lo stesso giorno il fondo di investimento pensionistico

Le modifiche di politica monetaria in Giappone incidono sui mercati finanziari¹

Grafico 6



¹ Sull'asse delle ascisse è riportato il numero di giorni prima e dopo le date degli annunci. Zero corrisponde alle date degli annunci seguenti: 4 aprile 2013 per il primo programma di allentamento quantitativo e qualitativo (QQE1); 31 ottobre 2014 per il secondo programma di allentamento quantitativo e qualitativo (QQE2) e la decisione del fondo di investimento pensionistico pubblico di aumentare i pesi relativi alle azioni giapponesi e il volume di attività estere detenute. Prezzi di chiusura per il mercato azionario e il mercato dei cambi; rendimenti infragiornalieri per i titoli di Stato giapponesi a dieci anni.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

(GPIF) pubblico annunciava un aumento del peso delle azioni giapponesi e del volume di attività estere detenute in portafoglio.

La reazione dei mercati finanziari ai cambiamenti di politica monetaria in Giappone è stata vigorosa. Il giorno dell'annuncio i corsi azionari in Giappone sono cresciuti di quasi il 5% e lo yen ha perso circa il 3% contro il dollaro (grafico 6, diagrammi di sinistra e centrale). Queste variazioni sono state maggiori o quasi equivalenti a quelle del 4 aprile 2013, quando veniva introdotto il QQE. Modesto è stato invece l'impatto sui rendimenti, già contenuti, dei titoli di Stato giapponesi, forse perché i mercati confidavano che non si sarebbe ripetuto l'episodio di estrema volatilità dei mercati obbligazionari verificatosi dopo l'avvio iniziale del QQE (grafico 6, diagramma di destra). Ha inoltre giocato un ruolo l'aspettativa che le vendite di titoli di Stato giapponesi da parte del GPIF avrebbero parzialmente compensato gli acquisti di obbligazioni da parte della Bank of Japan.

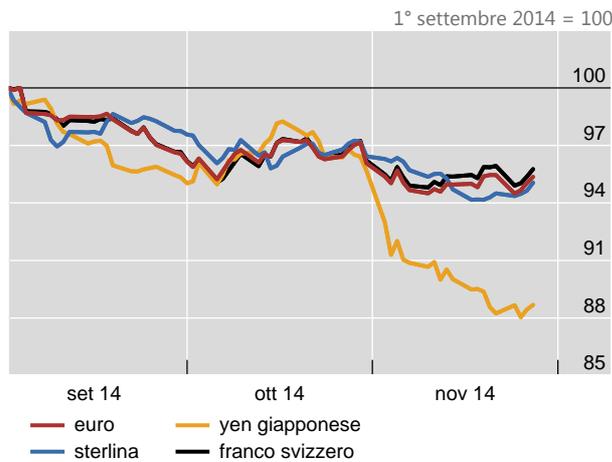
Di fronte al rallentamento della crescita economica, il 21 novembre – dopo la chiusura dei mercati locali – la People's Bank of China ha tagliato i tassi ufficiali per la prima volta dal luglio 2012. Il tasso di riferimento sui prestiti a un anno è stato abbassato di 40 punti base, al 5,6%, e quello sui depositi a un anno di 25 punti base, al 2,75%. Anche i tassi su prestiti e depositi con scadenze diverse sono stati ridotti di conseguenza. I mercati internazionali hanno risposto positivamente alla notizia. I prezzi a pronti del greggio sono immediatamente saliti dell'1,1%. Il lunedì successivo l'indice CSI300 – l'indice azionario che include le maggiori imprese cinesi quotate a Shanghai e Shenzhen – è salito dell'1,2%.

Le mosse di segno opposto delle maggiori banche centrali del mondo hanno dato luogo a drastici movimenti dei tassi di cambio. Il dollaro si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute (grafico 7, diagrammi superiori). A risentirne maggiormente fra le valute delle economie avanzate è stato lo yen, non solo il 31 ottobre ma durante tutto il periodo in rassegna. Ciò ha provocato un marcato incremento dell'attività nel mercato a pronti dollaro/yen, che ha fatto salire a livelli record le contrattazioni sui mercati valutari mondiali (grafico 7, diagramma in basso a sinistra).

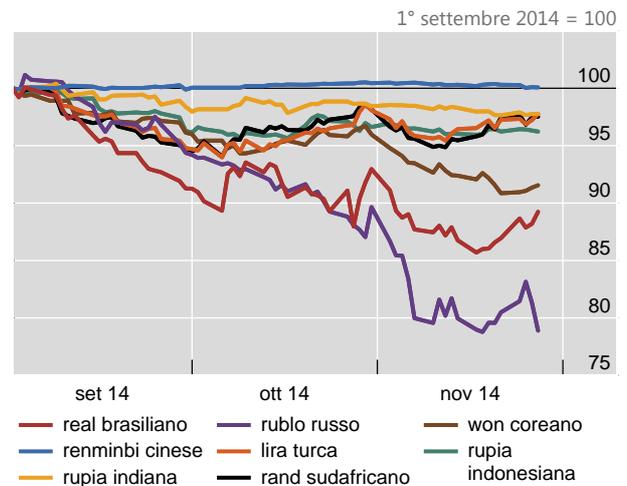
Anche le valute delle EME sono in gran parte calate rispetto al dollaro, sebbene quelle dei paesi importatori di materie prime si siano deprezzate meno di quelle dei paesi esportatori (grafico 7, diagramma in basso a destra). La lira turca, la rupia indiana e il baht thailandese hanno perso meno del 3% del loro valore rispetto al dollaro negli ultimi tre mesi. Leggermente più accentuato è stato il calo del won coreano.

L'effetto combinato di un dollaro forte e di prezzi bassi delle materie prime ha portato a deprezzamenti consistenti delle valute dei paesi esportatori di materie prime. In alcuni casi i fattori internazionali hanno interagito con vulnerabilità specifiche a singoli paesi. Per esempio, il deprezzamento del real brasiliano è avvenuto in un contesto di incertezza per le elezioni presidenziali e la debolezza delle prospettive economiche generali. Le sanzioni economiche contro la Russia e l'aggravarsi del conflitto in Ucraina hanno fatto precipitare il rublo di oltre il 13% nei mesi di settembre e ottobre. Per puntellare la moneta, la banca centrale russa ha alzato i tassi ufficiali di 150 punti base il 31 ottobre, ma le pressioni al ribasso sono proseguite. La decisione di ridurre gli interventi valutari a sostegno del rublo, il 5 novembre, è stata seguita l'indomani da un deprezzamento del 4%. Il 10 novembre la banca centrale russa ha abbandonato il corridoio di scambio del rublo, lasciando la moneta libera di fluttuare e stabilizzando il tasso di cambio.

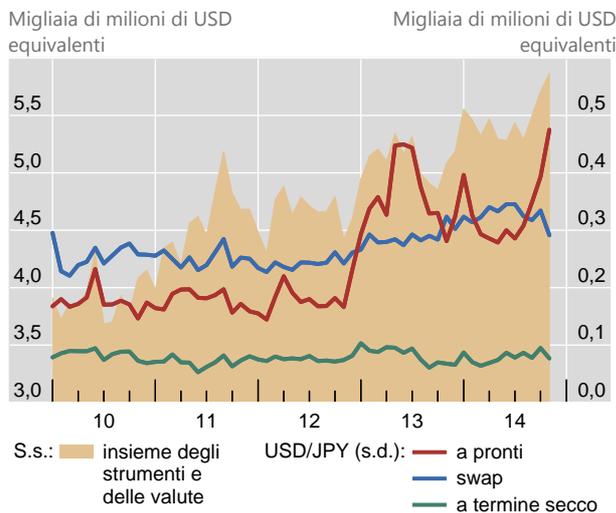
Tassi di cambio, economie avanzate¹



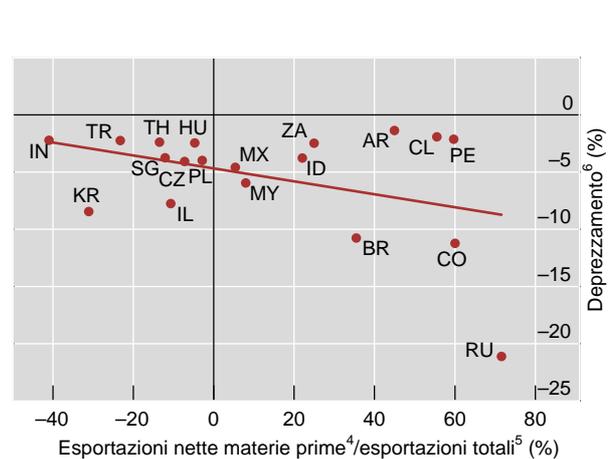
Tassi di cambio, economie emergenti¹



Volumi delle contrattazioni valutarie²



Esportazioni di materie prime e movimenti dei cambi³



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

¹ Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale. ² Serie di riferimento calcolata utilizzando la tecnica Denton proporzionale. I dati CLS sono destagionalizzati prima dell'applicazione della tecnica. Cfr. M. Bech e J. Sobrun, "Le tendenze nel mercato dei cambi: cosa è successo prima, fra e dopo le ultime Indagini triennali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013 (versione integrale disponibile solo in inglese). ³ La linea rossa rappresenta i valori ricavati da una regressione lineare del deprezzamento della moneta locale sull'importanza relativa delle esportazioni nette di materie prime, $R^2 = 0,16$. ⁴ Esportazioni di materie prime meno importazioni di materie prime nel 2013. I settori delle materie prime corrispondono ai codici 0, 1, 2, 3, 4, 68, 667 e 971 della classificazione Standard International Trade Classification. ⁵ Esportazioni totali di beni, 2013. ⁶ Variazione nel tasso di cambio, in termini di dollari USA per unità di moneta locale, dal 1° settembre al 26 novembre 2014. Un valore negativo indica un deprezzamento della moneta locale.

Fonti: Bloomberg; CLS; Datastream; indagini FXC; database Commodity Trade Statistics delle Nazioni Unite; Indagine triennale BRI 2013; elaborazioni BRI.

L'apprezzamento del dollaro in presenza di politiche monetarie divergenti potrebbe, se protratto, avere un impatto profondo sull'economia mondiale, in particolare sulle EME. Esso potrebbe per esempio mettere a nudo vulnerabilità

finanziarie, dal momento che molte imprese nei mercati emergenti hanno consistenti passività denominate in dollari². Un persistente deprezzamento della valuta nazionale rispetto al dollaro rischierebbe di ridurre il merito di credito di molte imprese, provocando potenzialmente un inasprimento delle condizioni finanziarie.

² M. Chui, I. Fender e V. Sushko, "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (testo integrale disponibile solo in inglese).

Il programma Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Feng Zhu

Il 10 aprile 2014 la China Securities Regulatory Commission (CSRC) e la Securities and Futures Commission (SFC) di Hong Kong SAR hanno annunciato la creazione di Shanghai-Hong Kong Stock Connect, un programma pilota volto a stabilire un accesso reciproco ai mercati di borsa tra la Cina continentale e Hong Kong. Il 17 ottobre la CSRC e la SFC hanno firmato un protocollo di intesa e concordato i principi e le disposizioni per la cooperazione transfrontaliera in materia di regolamentazione e attuazione nell'ambito del programma. Il 10 novembre le due commissioni hanno approvato il lancio di Stock Connect, avvenuto il 17 novembre 2014.

Questo programma di collegamento tra Shanghai Stock Exchange (SSE) e Stock Exchange of Hong Kong Limited (SEHK), chiamato anche "treno diretto", consentirà la negoziazione di azioni tra le due borse. Nel "collegamento verso sud" da Shanghai a Hong Kong gli investitori della Cina continentale possono negoziare fino a 266 azioni ammesse quotate a Hong Kong, fino a un contingente giornaliero di RMB 10,5 miliardi di acquisti (netti) e a un contingente aggregato di RMB 250 miliardi. Le azioni ammesse alle contrattazioni rappresentano l'82% della capitalizzazione di borsa del SEHK^①. Nel "collegamento verso nord" da Hong Kong a Shanghai gli investitori internazionali possono negoziare fino a 568 azioni ammesse quotate a Shanghai, fino al raggiungimento di un contingente giornaliero di RMB 13 miliardi di acquisti (netti) e un contingente aggregato di RMB 300 miliardi. Le azioni ammesse alle contrattazioni rappresentano il 90% della capitalizzazione di borsa dell'SSE. I contingenti si applicano ai soli ordini di acquisto, mentre gli ordini di vendita sono sempre consentiti. Sono possibili adeguamenti delle quote in futuro.

Il programma deve assicurarsi che i broker rispettino le regole e le disposizioni regolamentari in due mercati molto diversi. La preparazione e la razionalizzazione delle operazioni in vista del lancio di Stock Connect hanno comportato sfide significative e richiesto un'ampia collaborazione da parte delle rispettive autorità di regolamentazione. Una questione molto rilevante è stata quella dell'imposizione. Il 14 novembre il Ministero delle Finanze cinese, l'Amministrazione fiscale dello Stato e la CSRC hanno annunciato la rinuncia ai prelievi sulle plusvalenze per gli investitori "verso nord" per un periodo non specificato, e per tre anni per gli investitori individuali "verso sud". Gli investitori da ambo le parti saranno esentati dalle imposte societarie sulla contrattazione azionaria.

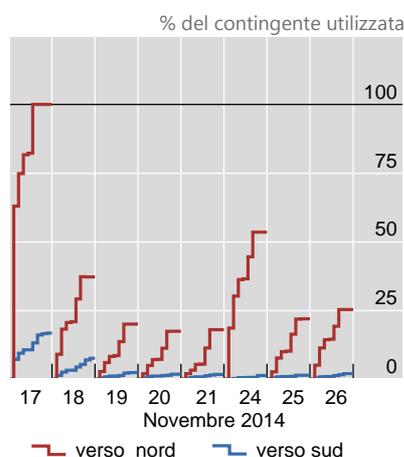
Stock Connect rappresenta potenzialmente una pietra miliare nel processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale da parte della Cina. L'SSE ha la settima maggiore capitalizzazione di borsa al mondo, pari a \$2 960 miliardi a fine ottobre 2014, eppure rimane un mercato relativamente chiuso. Prima di Stock Connect, gli investitori istituzionali esteri potevano accedere alla Cina soltanto tramite i programmi Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) e RMB QFII (RQFII) sulla base di protocolli di intesa tra il loro paese e la Cina; tali programmi sono sottoposti all'approvazione delle autorità di regolamentazione e a rigidi contingenti di negoziazione concessi su base individuale. Stock Connect rappresenta un'importante integrazione rispetto ai programmi esistenti e comporta un'apertura senza precedenti dei mercati dei capitali cinesi:

- mentre i programmi preesistenti concernono i flussi in una sola direzione, Stock Connect allenta le restrizioni sui flussi di capitali in entrambe le direzioni: le contrattazioni verso nord sono aperte a tutti gli investitori, quelle verso sud agli investitori istituzionali e agli investitori privati con titoli e disponibilità liquide di almeno RMB 500 000 della Cina continentale;
- le negoziazioni verso nord saranno quotate in renminbi, ma regolate in renminbi offshore, mentre quelle verso sud saranno quotate in dollari di Hong Kong ma regolate in renminbi onshore. La negoziazione e il regolamento in renminbi incentiveranno un maggiore utilizzo di questa valuta;
- il pool di liquidità in renminbi di Hong Kong, formato da depositi e certificati di deposito nella valuta cinese, ammontava già a RMB 1 100 miliardi, un importo sufficiente a soddisfare la domanda prevista in relazione a Stock Connect. Ciò nonostante, la People's Bank of China ha deciso di abolire, con decorrenza il 17 novembre, il massimale giornaliero di RMB 20 000 per persona applicato alle operazioni di cambio valuta effettuate da residenti di Hong Kong. Tale scelta dovrebbe facilitare la partecipazione di questi ultimi e incoraggiare le istituzioni finanziarie locali a offrire più prodotti di investimento in renminbi. Il trasferimento di renminbi verso conti bancari onshore rimane tuttavia soggetto al massimale giornaliero di RMB 80 000 a persona, contenendo il probabile impatto sui flussi di capitali tra i due territori;

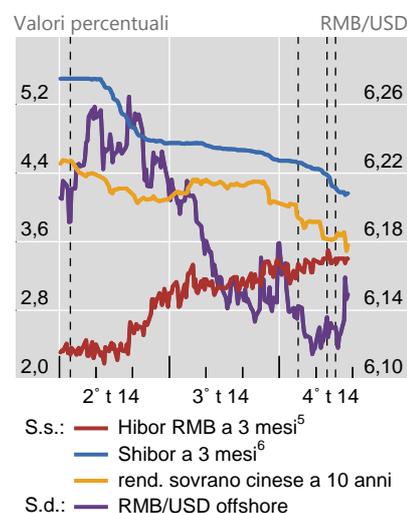
Andamento delle azioni quotate su entrambi i mercati¹



Stock Connect²



Tassi di interesse e di cambio RMB¹



¹ Le linee tratteggiate indicano le principali date del progetto Shanghai-Hong Kong Stock Connect: 10 aprile, 17 ottobre, 10 e 17 novembre. ² Rapporto fra acquisti e quote giornaliere. ³ L'indice Hang Seng China AH Premium indica il premio (o lo sconto) di prezzo assoluto delle azioni A rispetto alle azioni H per le società cinesi comprese negli indici AH (A) e AH (H). Un valore superiore a 100 indica che le azioni A vengono negoziate a premio rispetto a quelle H. ⁴ Gli indici Hang Seng China AH (A) e AH (H) rilevano, rispettivamente, le quotazioni nel mercato della Cina continentale (azioni A) e in quello di Hong Kong SAR (azioni H) delle azioni di 57 società cinesi grandi e liquide quotate in entrambi questi mercati. ⁵ Hong Kong Interbank Offered Rate (Hibor) del renminbi. ⁶ Shanghai Interbank Offered Rate (ShiboR).

Fonti: Bloomberg; Hang Seng Indexes Company Limited; elaborazioni BRI.

- le società della Cina continentale che non partecipano al programma Qualified Domestic Institutional Investor possono ora raccogliere fondi a livello mondiale, poiché con il nuovo programma le loro azioni diventano accessibili agli investitori internazionali;
- rispetto ai programmi QFII e RQFII, le contrattazioni tramite Stock Connect non sono soggette a vincoli in termini di blocco o rimpatrio.

Si prevedeva che Stock Connect avrebbe ridotto le differenze di prezzo per le azioni delle società cinesi quotate su entrambi i mercati, ossia le azioni A quotate nelle borse continentali e le azioni H quotate a Hong Kong. Queste due categorie di azioni sono negoziate separatamente, con massicce restrizioni di accesso alle azioni A per gli investitori esteri, e la possibilità di arbitraggio tra i due mercati era limitata. Con l'avvicinarsi del lancio ampiamente atteso di Stock Connect, le differenze di prezzo tra le azioni A e H si sono sensibilmente ridotte nel terzo trimestre 2014, raggiungendo brevemente la parità agli inizi di ottobre (grafico B, diagramma di sinistra). Con la conferma della data di lancio il 10 novembre, lo sconto sulle azioni A si è rapidamente trasformato in premio, di riflesso alla forte domanda degli investitori. Di fatto, le contrattazioni sono inizialmente risultate sbilanciate: i volumi di negoziazione verso nord avevano già raggiunto il massimale giornaliero alle 14:00, ora locale, del primo giorno, mentre quelle verso sud sono state pari a RMB 1 768 miliardi, appena il 17% del contingente (grafico B, diagramma centrale). I volumi di contrattazione sono diminuiti nei giorni successivi; la quota giornaliera utilizzata dagli investitori verso nord è calata al 17,5% il 20 novembre, stabilizzandosi successivamente verso il 25% il 26 del mese, dopo aver segnato un balzo il 24. Vari fattori potrebbero aver contribuito alla fiacchezza delle contrattazioni, come ad esempio la scarsa dimestichezza degli investitori con il nuovo sistema, la mancanza di competenze per le azioni A e H e i timori in materia di adeguata tutela degli investitori.

Stock Connect potrebbe avere ripercussioni anche su altre attività, nonostante che sia i fondi sia i titoli rimangano all'interno del "circuitto chiuso" dei due sistemi di regolamento: quando un investitore "verso nord" vende

azioni A acquistate tramite Stock Connect, il ricavato torna nel suo conto bancario a Hong Kong. L'investitore non sarà in grado di utilizzare i proventi per investire in altri tipi di attività nella Cina continentale. Ma gli investitori QFII e RQFII potranno ora liberare parte delle loro quote originariamente destinate a investire in azioni per investire, ad esempio, in attività a reddito fisso. Di fatto il rendimento dei titoli di Stato cinesi a 10 anni è diminuito successivamente ai principali annunci relativi a Stock Connect (grafico B, diagramma di destra). Inoltre, il differenziale tra i tassi di interesse in renminbi onshore e offshore si è ridotto dal maggio 2014. Tuttavia, l'iniziale debolezza delle contrattazioni tramite Stock Connect ha contribuito a un aumento del tasso RMB/USD offshore allorché l'entusiasmo per il renminbi si è affievolito.

Finora Stock Connect ha funzionato senza intoppi. Nella sua forma attuale, si applica solo alle azioni scambiate sulle due borse, ma in linea di principio i contingenti di negoziazione potrebbero essere ampliati e il programma esteso ad altre borse, nonché ad altri strumenti e classi di attività. Stock Connect potrebbe in ultima istanza favorire la convergenza delle regole di mercato e degli standard contabili e di informativa tra SEHK e borse della Cina continentale. Esso dovrebbe inoltre rendere più trasparente il mercato continentale e migliorare il governo societario delle imprese cinesi.

① I dati riportati nel presente paragrafo sono aggiornati al marzo 2014.