

## Una fragile calma in attesa del rialzo della Fed

L'interazione fra le mutevoli prospettive di normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti, le debolezze delle economie emergenti (EME) e le politiche monetarie accomodanti in altre importanti economie avanzate (EA) ha sospinto gli andamenti dei mercati nel quarto trimestre 2015.

Dopo la turbolenza di agosto, in ottobre i mercati si sono stabilizzati. I timori che quella turbolenza fosse il segnale dell'inizio di una crisi incentrata sui mercati emergenti si sono stemperati nel momento in cui i mercati azionari e valutari cinesi – l'epicentro dello scossone – sono entrati in acque più tranquille. Il clima di maggior ottimismo è stato favorito dagli interventi delle autorità nelle EME e dalle aspettative di un proseguimento dell'accomodamento monetario nelle EA, Stati Uniti inclusi. I mercati delle attività finanziarie in tutto il mondo hanno messo a segno un deciso rimbalzo e la volatilità è diminuita.

Il cambiamento del clima di mercato è intervenuto a seguito della riunione di ottobre del Federal Open Market Committee (FOMC) e della pubblicazione di dati positivi sul mercato del lavoro negli Stati Uniti agli inizi di novembre. Entrambi questi eventi hanno accresciuto le probabilità di un aumento dei tassi negli Stati Uniti in dicembre. I rendimenti obbligazionari statunitensi sono saliti e il dollaro ha riaffermato la sua forza, sull'onda delle aspettative di un allargamento della divergenza fra le politiche monetarie delle principali EA.

La correzione dei prezzi è stata particolarmente pronunciata nelle EME, ma si è rivelata di breve durata. Nei primi cinque giorni dopo l'annuncio dei dati sull'occupazione USA, i mercati azionari, obbligazionari e valutari sono sembrati rivivere il "taper tantrum" di metà 2013. Ma contrariamente ad allora, quando il deterioramento si era protratto nel tempo, a metà novembre le varie categorie di attività dei mercati emergenti avevano già recuperato gran parte del terreno perduto.

La breve durata della reazione dei mercati potrebbe far ritenere che le EME siano in grado di superare indenni la prospettata restrizione della politica monetaria negli Stati Uniti. Tuttavia, le condizioni meno favorevoli nei mercati finanziari, insieme alle prospettive macroeconomiche meno incoraggianti e all'accresciuta sensibilità ai tassi statunitensi, aumentano i rischi che l'avvio dell'inasprimento negli Stati Uniti produca ripercussioni negative sulle EME. La presenza di condizioni finanziarie più restrittive potrebbe inoltre acuire i crescenti rischi di stabilità finanziaria in varie EME.

## Il rimbalzo di ottobre

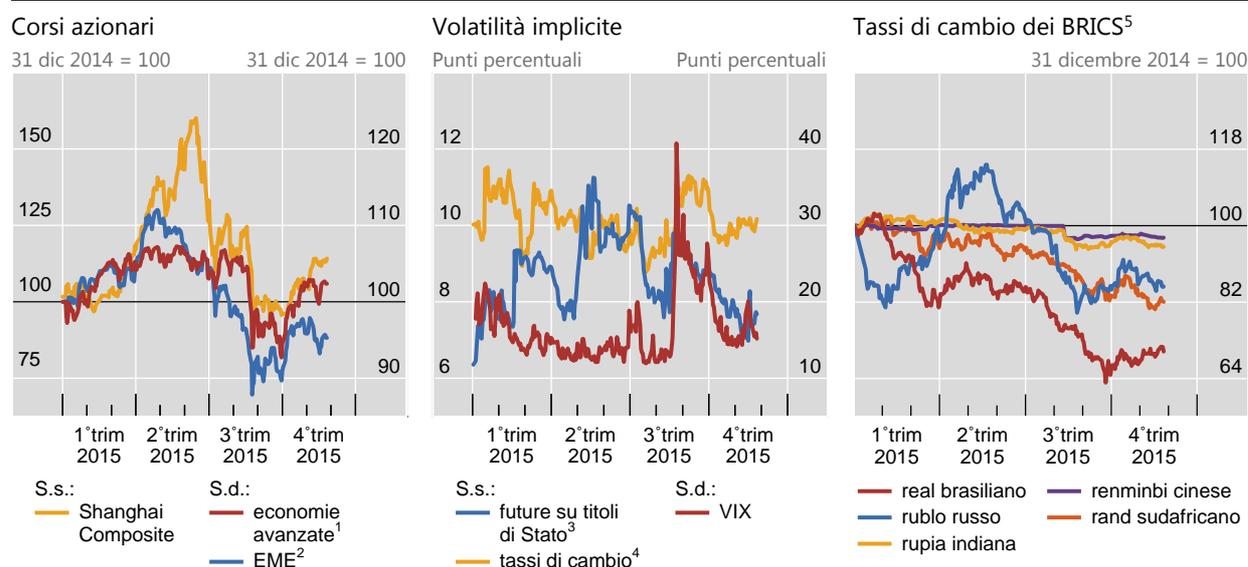
Ottobre ha visto i mercati finanziari internazionali riprendersi da due mesi di pesanti correzioni dovute alle notizie deludenti provenienti dalle EME e all'elevata volatilità finanziaria in Cina<sup>1</sup>. I mercati azionari globali avevano registrato le perdite trimestrali maggiori dal 2012 (grafico 1, diagramma di sinistra), mentre le volatilità implicite di tutti i mercati (grafico 1, diagramma centrale) e i gli spread sul debito societario avevano segnato un'impennata.

Le EME erano state pesantemente colpite: i mercati azionari erano precipitati e le valute nazionali, reduci da mesi di progressivo indebolimento, avevano registrato un altro tonfo (grafico 1, diagramma di destra). La volatilità dei mercati e la debolezza delle valute avevano coinciso con un esodo di capitali dalle EME (grafico 2, diagramma di sinistra). Stando a EPFR, i fondi comuni di investimento delle EME hanno riportato in agosto e settembre deflussi di portafoglio complessivi per oltre \$45 miliardi, molto più consistenti di quelli osservati durante il taper tantrum di metà 2013.

In ottobre i mercati azionari hanno messo a segno un notevole rimbalzo, registrando il rialzo mensile più marcato degli ultimi anni. L'affievolirsi dei timori di eventi estremi in Cina ha contribuito a calmare il nervosismo dei mercati. Il miglioramento è stato diffuso. I mercati azionari in Europa e in America hanno recuperato quasi tutte le perdite del terzo trimestre e anche in Cina hanno riguadagnato parte del terreno perduto. Al contempo, la loro volatilità è tornata su livelli più bassi.

### I mercati recuperano terreno

Grafico 1



<sup>1</sup> Indice MSCI World. <sup>2</sup> Indice MSCI Emerging Markets. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Indice JPMorgan VXY Global. <sup>5</sup> Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento (apprezzamento) della moneta locale (del dollaro USA).

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

<sup>1</sup> Cfr. "Riflettori puntati sulle vulnerabilità delle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015.

Anche altri mercati sono risaliti, seppure in misura meno accentuata. Gli spread creditizi si sono ristretti, ma sono rimasti su livelli più elevati rispetto all'anno scorso. Analogamente, i tassi di cambio hanno cominciato a stabilizzarsi ed è diminuita la volatilità nei mercati obbligazionari e valutari. I capitali sono inoltre tornati ad affluire verso le EME, anche se solo timidamente.

Il rimbalzo dei mercati è intervenuto nonostante vi fossero scarsi segnali di miglioramento sul fronte macroeconomico. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), un indicatore anticipatore dell'attività economica, continuava a segnalare in ottobre una contrazione per tutte le più importanti EME, ad eccezione dell'India (grafico 2, diagramma centrale). In Cina si è registrato nel terzo trimestre il tasso di crescita del PIL più basso (6,9% in ragione d'anno) dalla prima metà del 2009, e la produzione industriale e gli investimenti fissi hanno ristagnato in ottobre. Il Brasile e la Russia rimanevano in piena recessione, e le loro difficoltà economiche erano esacerbate da fattori politici. Gli andamenti nelle EME hanno inciso sulle prospettive delle principali EA, ma per quest'ultimo gruppo di economie gli indici PMI continuavano a segnalare un'espansione.

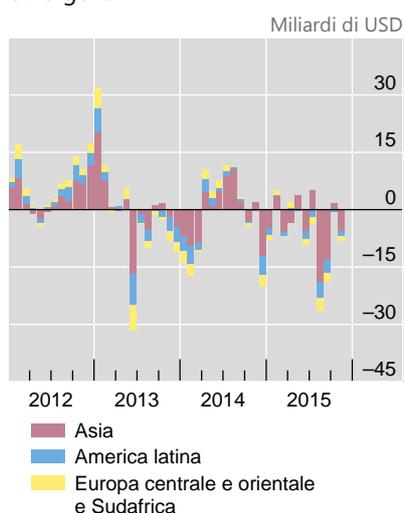
Le aspettative di crescita deludenti delle EME hanno anche esercitato un'ulteriore pressione al ribasso sui prezzi delle materie prime. Agli inizi di ottobre i corsi petroliferi sono tornati brevemente a salire, per poi precipitare di nuovo al disotto dei \$50 al barile (grafico 2, diagramma di destra). I prezzi dei metalli di base hanno continuato a scendere.

Il rimbalzo dei mercati è stato favorito dagli interventi delle autorità nelle principali EME ed EA.

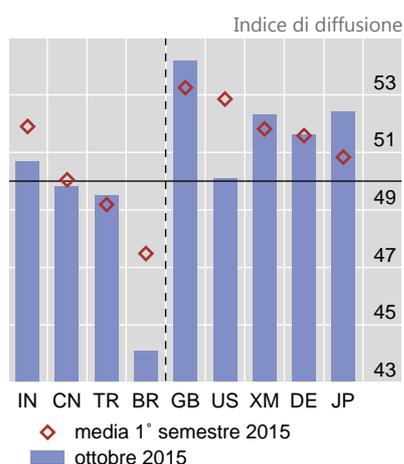
## Le EME ancora sotto venti contrari

Grafico 2

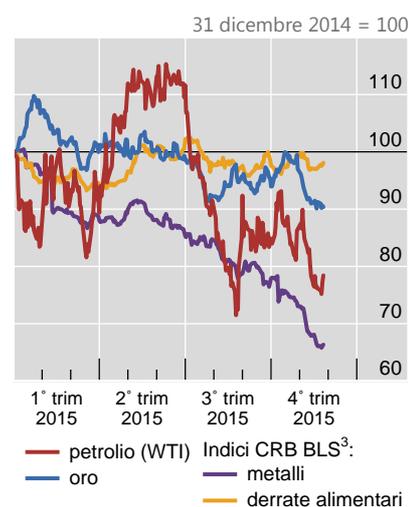
Afflussi netti verso i fondi dei mercati emergenti<sup>1</sup>



PMI manifatturiero<sup>2</sup>



Prezzi delle materie prime



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

<sup>1</sup> Somme mensili dei dati settimanali delle principali economie di ciascuna regione fino al 18 novembre 2015. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi obbligazionari e azionari specializzati in singole EME o fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi/regioni. <sup>2</sup> Indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) ricavati da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). <sup>3</sup> Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics.

Fonti: Bloomberg; Datastream; EPFR; HSBC.

Diverse EME hanno intensificato il ricorso a politiche monetarie accomodanti per stimolare la crescita; altre, tuttavia, non disponevano degli stessi margini di manovra, temendo di indebolire ulteriormente la valuta e alimentare l'inflazione. Verso la fine di settembre la Reserve Bank of India ha tagliato il tasso ufficiale al 6,75%, il livello minimo da quattro anni a questa parte. Alla fine di ottobre la People's Bank of China ha abbassato i tassi di riferimento su depositi e prestiti di 25 punti base, il sesto taglio dei tassi in questo ciclo di allentamento, e ridotto il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 punti base. Per converso, i tassi ufficiali in Brasile sono rimasti al 14,25%, dopo un aumento in luglio.

In alcuni paesi le autorità sono intervenute anche nei mercati dei cambi. A fine ottobre le riserve valutarie della Cina erano calate di oltre \$450 miliardi rispetto al livello massimo toccato nel giugno 2014. Più di un quarto di questo calo è avvenuto nell'agosto-settembre 2015. Il Brasile ha intrapreso su larga scala operazioni di swap e pronti contro termine in dollari statunitensi per offrire al settore privato liquidità in dollari e protezione contro il rischio di cambio.

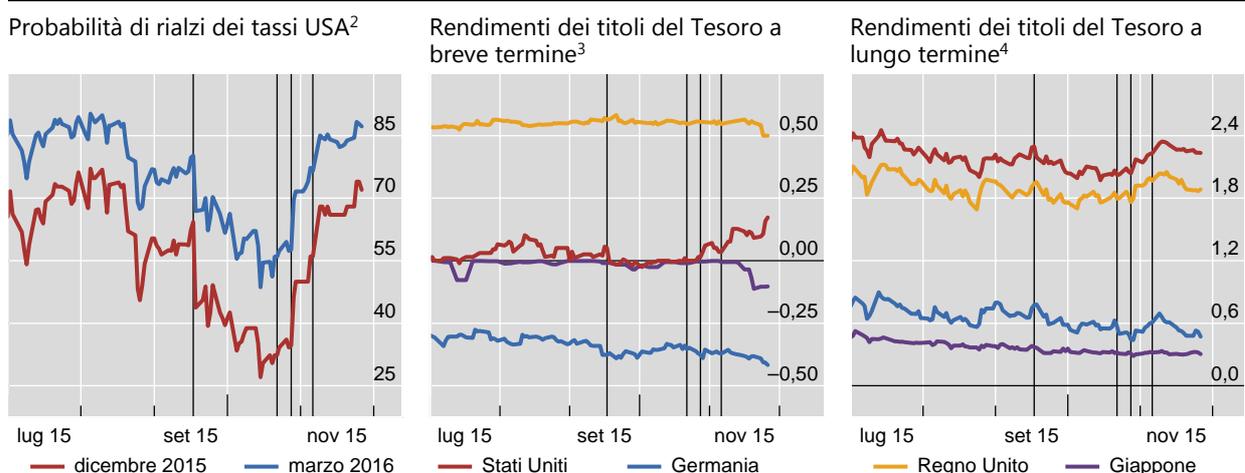
Nella riunione di settembre il FOMC ha deciso di non alzare i tassi di interesse, rafforzando notevolmente l'ottimismo dei mercati. La probabilità di un aumento dei tassi nel 2015, desunta dai futures sui federal funds, è scesa bruscamente al 30% (grafico 3, diagramma di sinistra) e il rendimento dei buoni del Tesoro statunitensi a tre mesi è sceso sotto lo zero. Nelle settimane successive i rendimenti sono rimasti su livelli molto bassi lungo l'intera struttura per scadenze, nonostante la minaccia di una potenziale insolvenza dovuta ai ritardi politici (poi risolti) nell'innalzare il tetto di indebitamento del governo federale (grafico 3, diagramma centrale e diagramma di sinistra).

Il clima di mercato è migliorato ulteriormente dopo che il Consiglio direttivo della BCE, a conclusione della riunione del 22 ottobre, si è dichiarato disposto a valutare l'adozione di ulteriori stimoli monetari. I rendimenti dei titoli di Stato in

## Gli annunci di politica monetaria muovono i mercati<sup>1</sup>

Valori percentuali

Grafico 3



<sup>1</sup> Le linee verticali indicano le riunioni del Federal Open Market Committee della Federal Reserve statunitense il 17 settembre e il 28 ottobre 2015, la riunione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea il 22 ottobre 2015 e la pubblicazione dei dati sull'occupazione nei settori non agricoli USA il 4 novembre 2015. <sup>2</sup> Sulla base delle probabilità implicite nei futures sui federal funds tratte da Bloomberg. <sup>3</sup> Rendimenti dei titoli di Stato a 3 mesi. <sup>4</sup> Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni.

Fonte: Bloomberg.

Europa sono calati sensibilmente (grafico 3, diagramma centrale e diagramma di destra); i rendimenti sui titoli di Stato italiani a tre mesi sono scesi per la prima volta in territorio negativo. Una serie di interventi tenuti successivamente da funzionari della BCE e interpretati come segnali di un'espansione del programma di allentamento monetario agli inizi di dicembre ha prolungato il calo dei rendimenti e fatto scendere ulteriormente i premi a termine, già inferiori a zero (grafico 4, diagramma di sinistra). A fine novembre le consistenze dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rendimenti negativi erano salite a oltre €1 900 miliardi, circa un terzo dell'intero mercato (grafico 4, diagramma centrale).

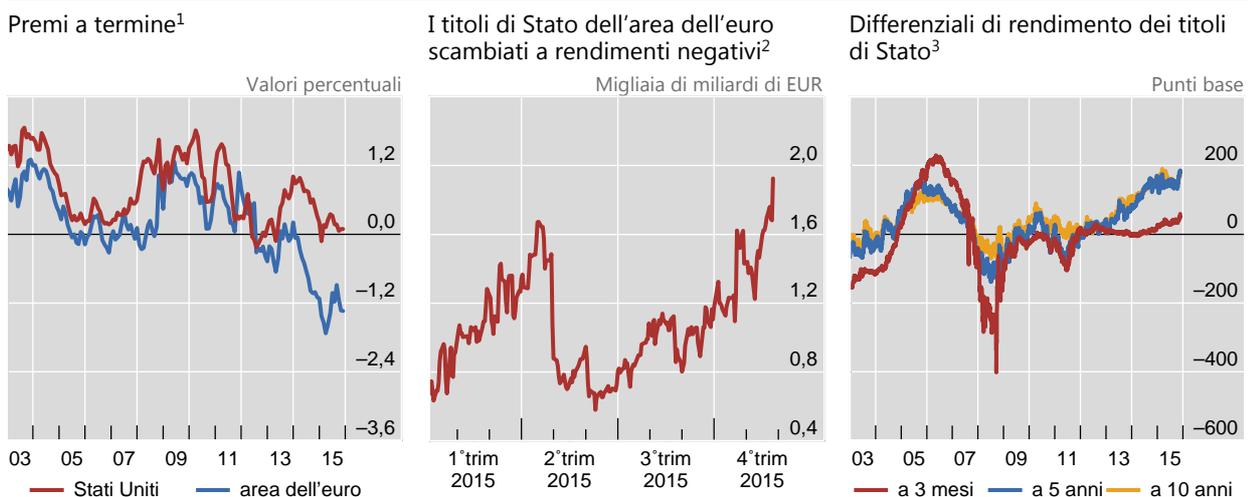
I movimenti in altri importanti mercati dei titoli di Stato sono stati meno significativi (grafico 3, diagramma centrale e diagramma di destra). In Giappone i titoli di Stato hanno reagito moderatamente al previsto proseguimento dell'allentamento quantitativo. La Bank of Japan ha mantenuto invariati gli stimoli monetari nonostante che i dati indicassero una ricaduta in recessione dell'economia nel terzo trimestre. Nel Regno Unito i rendimenti dei gilt hanno anch'essi subito variazioni limitate, di fronte al permanere di aspettative di un aumento dei tassi nel 2016.

## I mercati scontano la divergenza delle politiche monetarie

I mercati hanno segnato un'inversione di marcia verso la fine di ottobre, quando sono considerevolmente aumentate le probabilità implicite di un inasprimento da parte della Fed. Il primo cambiamento di rotta si è verificato a seguito della pubblicazione del comunicato finale della riunione del FOMC il 28 ottobre, il cui tono è stato percepito come più assertivo. Con l'annuncio di dati sull'occupazione statunitense molto superiori alle attese il 6 novembre, le aspettative di un

La divergenza fra le politiche monetarie fa ampliare i differenziali di rendimento

Grafico 4



<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, pagg. 1-47. I rendimenti sono espressi in termini nominali (zero coupon); per l'area dell'euro, si usano i dati relativi al titolo di Stato francese. <sup>2</sup> Analisi basata sui titoli compresi nell'All Euro Government Broad Market Index di Bank of America Merrill Lynch. <sup>3</sup> Rendimenti dei titoli del Tesoro USA meno rendimenti dei Bund tedeschi.

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

innalzamento dei tassi a dicembre si sono ulteriormente rafforzate: la probabilità scontata dal mercato è balzata al 50% subito dopo la riunione del FOMC di ottobre e a quasi il 70% alla diffusione dei dati sull'occupazione (grafico 3, diagramma di sinistra).

Il cambiamento delle aspettative ha provocato reazioni nei mercati monetari e obbligazionari. I rendimenti dei titoli del Tesoro USA sono cresciuti (grafico 3, diagrammi centrale e di destra); il 6 novembre il rendimento dei titoli del Tesoro a tre mesi ha segnato il maggiore balzo mai registrato in un solo giorno dal taper tantrum del 2013. Anche i rendimenti a lungo termine sono aumentati, ma in misura minore, riducendo la pendenza della curva dei rendimenti.

Da allora l'attenzione dei mercati, prima rivolta alla tempistica del rialzo dei tassi, ha cominciato a spostarsi sulla probabile traiettoria che il tasso ufficiale avrebbe assunto successivamente. Per il momento il mercato sta scontando un inasprimento molto graduale, con il mantenimento dei tassi a breve al di sotto del 2% sino a fine 2018. Ma l'incertezza è grande. La volatilità implicita nelle swaption a due anni, già su livelli alti e superiori a quelli registrati durante il taper tantrum, ha segnato un ulteriore balzo il 6 novembre.

Anche nei mercati valutari si è verificata una correzione significativa. Agli inizi di novembre il dollaro USA ha toccato il massimo da sette mesi nei confronti delle valute delle EA. L'euro, in particolare, ha perso ulteriore terreno nei confronti del dollaro quando i mercati hanno iniziato a scontare la divergenza tra il prospettato inasprimento statunitense e un ulteriore accomodamento nell'area dell'euro. Nel complesso, la moneta europea si è deprezzata di oltre il 10% nei primi 11 mesi dell'anno. E i mercati sembrano aver cominciato a posizionarsi in anticipazione di un più persistente vigore del dollaro. Le posizioni corte nette in euro contro dollari, che nel terzo trimestre si erano contratte rispetto al picco registrato in marzo all'avvio dell'allentamento quantitativo della BCE, hanno ricominciato ad aumentare.

L'attesa divergenza tra le politiche monetarie di Stati Uniti e area dell'euro ha indotto un ampliamento dei differenziali obbligazionari (grafico 4, diagramma di destra). Lo scarto tra i rendimenti dei titoli di Stato a tre mesi di Stati Uniti e Germania si è accentuato, rimanendo comunque molto meno pronunciato rispetto all'ultimo ciclo di inasprimento negli Stati Uniti, dal 2003 e metà 2006. La differenza tra i rendimenti dei titoli decennali, per contro, risultava molto più ampia.

La maggiore probabilità di divergenza tra le politiche monetarie di Stati Uniti, area dell'euro e altre principali aree valutarie ha inciso anche sui mercati internazionali della provvista in dollari USA. Storicamente i differenziali dei cross currency basis swap – un indicatore delle tensioni nei mercati internazionali della provvista – sono risultati pressoché nulli, coerentemente con l'assenza di opportunità di arbitraggio. Dal 2008 la base si è ripetutamente ampliata a favore dei prestatori di dollari USA; il costo della raccolta in dollari, cioè, è aumentato rispetto a quello in altre valute, anche al netto dei costi di copertura del corrispondente rischio di cambio. Questa situazione è convenzionalmente segnalata come base negativa (grafico 5, diagramma di sinistra). La presenza di differenziali negativi sui basis swap indica quindi l'assenza di arbitraggisti che possano soddisfare la crescente domanda di liquidità in dollari USA<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. anche il riquadro "Distorsioni di mercato" all'interno del capitolo "Riflettori puntati sulle vulnerabilità delle economie emergenti", nell'edizione di settembre 2015 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Il premio in dollari USA nei mercati degli swap valutari è aumentato notevolmente – in particolare nei confronti dello yen giapponese – dopo che le probabilità di un inasprimento della Fed hanno raggiunto il 70%. A fine novembre il differenziale sui basis swap yen giapponese/dollaro statunitense era di -90 punti base, probabilmente anche a causa del vasto deficit di finanziamento in dollari USA delle banche giapponesi, pari a oltre \$300 miliardi.

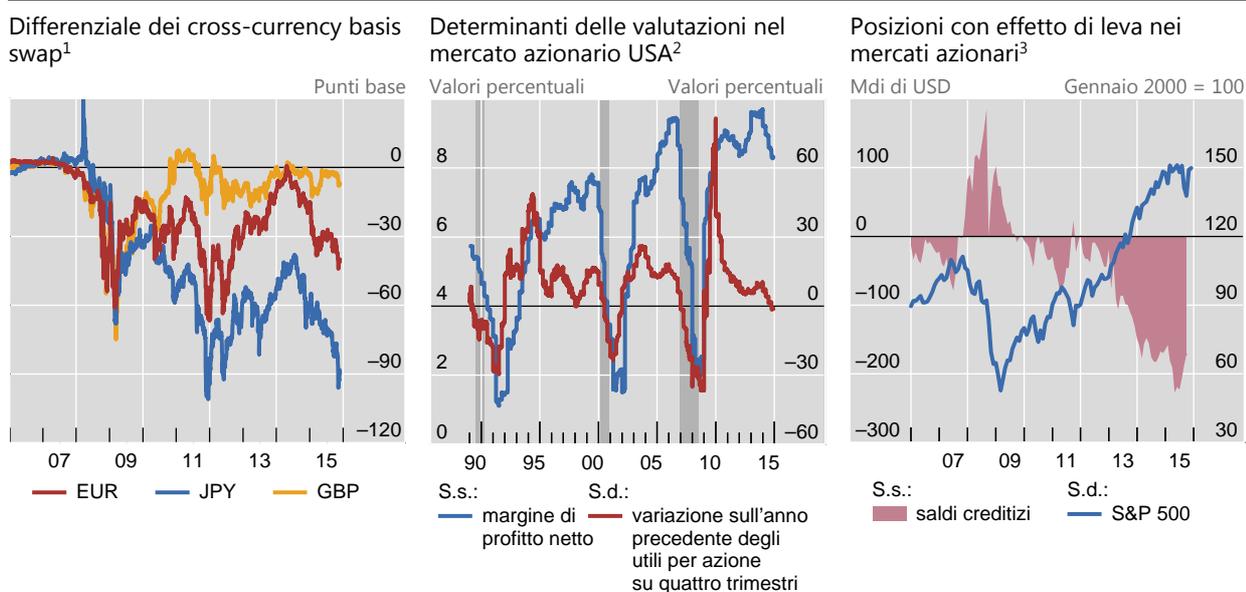
Di fronte alla protratta disponibilità di finanziamenti, una base negativa di questa ampiezza è indicativa di potenziali distorsioni di mercato, che potrebbero mettere in dubbio la capacità dei mercati della provvista in dollari di adeguarsi ordinatamente all'aumento dei tassi di interesse interni statunitensi. Simili anomalie di prezzo hanno interessato di recente anche i mercati degli swap di tassi di interesse, suscitando preoccupazioni analoghe (cfr. il riquadro).

La reazione del mercato azionario all'aumento delle probabilità di inasprimento è stata invece più contenuta. Nei giorni immediatamente successivi alla pubblicazione dei dati sull'occupazione, gli indici azionari statunitensi si sono indeboliti, per poi tornare a salire nonostante i verbali della riunione del FOMC di ottobre e la serie di interventi di funzionari della Fed interpretati dai mercati come preparatori a un rialzo dei tassi a dicembre. Gli attacchi terroristici di Parigi il 13 novembre e l'aumento delle tensioni in Siria hanno intensificato i timori di natura geopolitica, ma hanno avuto scarso impatto sul mercato azionario.

A giudicare da questa reazione moderata, si direbbe che gli effetti positivi e quelli negativi di un rialzo dei tassi per il mercato azionario siano considerati sostanzialmente bilanciati. Da una parte, il rialzo sarebbe positivo, in quanto confermerebbe il vigore della ripresa statunitense; dall'altra, tuttavia, porterebbe anche a un aumento degli esborsi per interessi delle imprese. Negli ultimi anni il basso livello dei tassi ha permesso alle imprese statunitensi di mantenere alti

## Debolezza delle condizioni di finanziamento internazionali e mercati azionari

Grafico 5



<sup>1</sup> Spread a cinque anni rispetto al dollaro USA. <sup>2</sup> In base all'indice S&P 500; le linee ombreggiate indicano le date delle recessioni secondo l'NBER. <sup>3</sup> I saldi creditizi sono calcolati come somma dei conti di riserva non vincolati e dei saldi creditizi nei conti a margine, meno il debito a margine. I dati sono aggiornati al settembre 2015.

Fonti: Bloomberg; Datastream; NYSE; statistiche nazionali.

marginari di profitto nonostante la debole crescita degli utili (grafico 5, diagramma centrale). Gli utili sono addirittura diminuiti nel terzo trimestre, dello 0,6%. Sebbene tradizionalmente un calo degli utili sia indice di recessione, pochi sono gli analisti che prevedono attualmente uno sviluppo di questo tipo.

I mercati hanno continuato inoltre a essere sostenuti dalle posizioni a effetto di leva, che potrebbero risentire di un aumento dei tassi di interesse (grafico 5, diagramma di destra). Il debito a margine nel mercato azionario statunitense, benché calato dal picco di agosto, è rimasto in prossimità dei precedenti massimi registrati alla vigilia dello scoppio della bolla tecnologica oltre 10 anni fa.

## Una fragile calma?

La reazione vigorosa delle EME alla pubblicazione dei dati sull'occupazione statunitense ha ricordato le prime fasi del taper tantrum. Nei giorni immediatamente successivi al 6 novembre, infatti, tutti i mercati si sono mossi in misura analoga, se non persino superiore, all'episodio del "taper tantrum" nel maggio 2013 (grafico 6), quando un intervento del Presidente della Federal Reserve era stato interpretato come il segnale di un imminente passaggio a un orientamento monetario meno accomodante. Questa volta l'impatto sui mercati dei cambi è stato particolarmente pronunciato.

Tuttavia, a differenza della prolungata fase di debolezza osservata nel 2013, le reazioni dei mercati a novembre sono state di breve durata. In meno di due settimane i mercati dei titoli obbligazionari sovrani e societari delle EME sono ritornati ai livelli dei primi di novembre. Parallelamente, i mercati azionari e valutari hanno recuperato gran parte delle perdite. E persino nei primissimi giorni i risk reversal – una misura ricavata dalle opzioni dei rischi di mercato apprezzamento piuttosto che di mercato deprezzamento – su un orizzonte di tre mesi sono rimasti sostanzialmente stabili, segnalando che le pressioni sui cambi non erano pressoché variate (grafico 7, diagramma di sinistra). Nell'insieme, questa risposta di breve durata dei mercati è indicativa della resilienza delle EME di fronte alle prospettive di un inasprimento dell'orientamento di politica monetaria negli Stati Uniti.

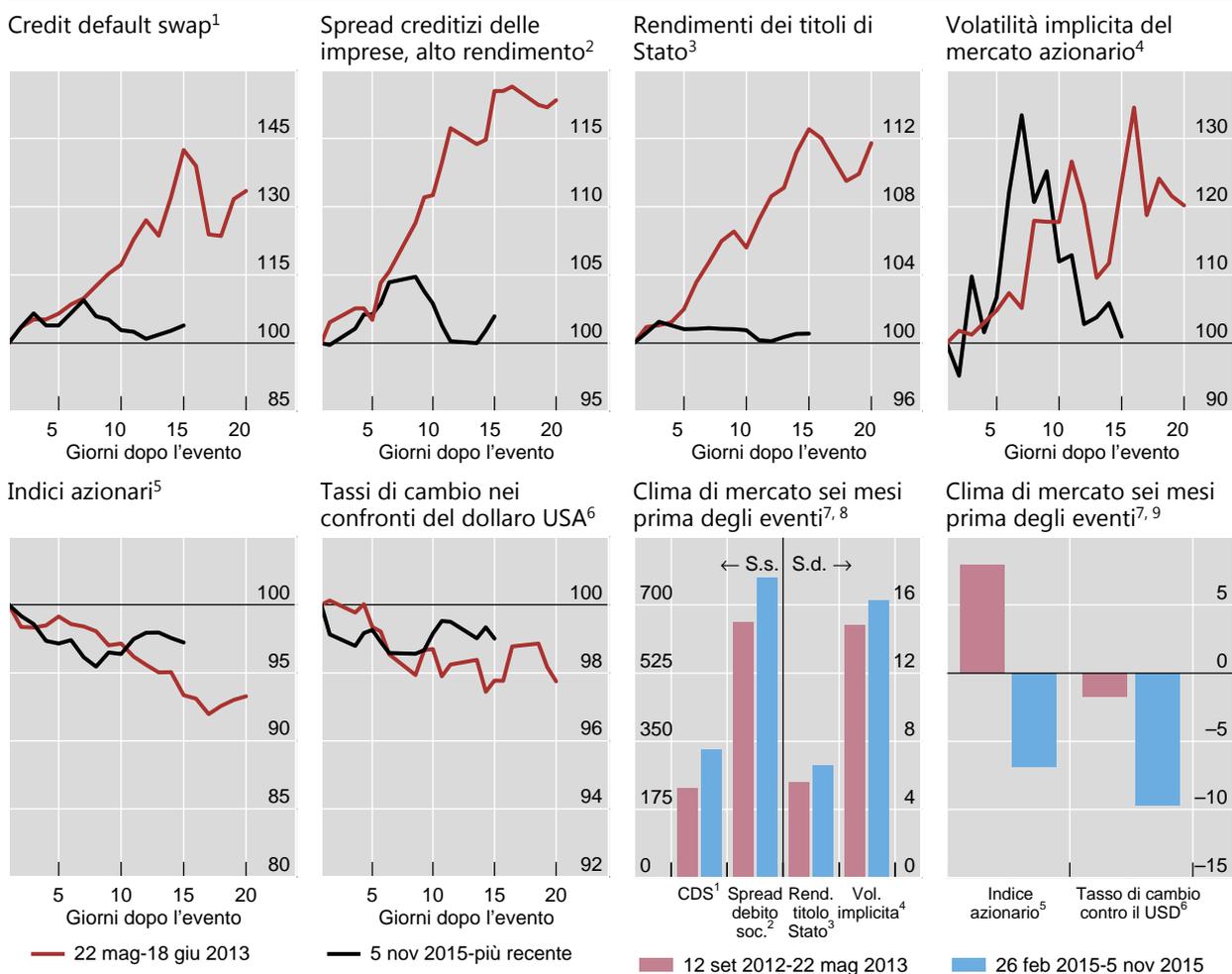
Sebbene rispetto alle reazioni iniziali la calma sia tornata rapidamente sui mercati, il recente episodio si è verificato in un contesto di mercato meno vigoroso che nel 2013, e in certi casi addirittura di debolezza (grafico 6, terzo e quarto diagramma in basso). Nei sei mesi precedenti il taper tantrum i mercati azionari avevano guadagnato terreno e i tassi di cambio erano sostanzialmente stabili. Per contro, in quelli antecedenti l'annuncio dei dati sull'occupazione i mercati azionari avevano registrato notevoli perdite e le valute delle EME si erano già deprezzate in media di circa il 10% nei confronti del dollaro. Anche le condizioni di finanziamento nei mercati del debito sovrano e societario erano molto più tese prima dell'ultimo episodio. Ad esempio, nei sei mesi precedenti il 6 novembre gli spread medi sul debito societario ad alto rendimento erano superiori del 30% ai livelli registrati alla vigilia del discorso di Ben Bernanke. E, aspetto forse ancor più importante, il taper tantrum non era stato preceduto da un periodo di turbolenza di mercato, mentre nell'agosto 2015 l'indice VIX aveva raggiunto livelli non più osservati dall'inizio della crisi del debito europeo nel 2011 e gli spread sui CDS sovrani delle EME avevano superato i livelli registrati nella fase più acuta del taper tantrum.

Si sono inoltre osservati segnali di un'accresciuta sensibilità agli andamenti negli Stati Uniti da parte dei rendimenti in moneta locale delle EME. L'epoca successiva alla crisi finanziaria è stata caratterizzata da forti effetti di propagazione internazionale dei rendimenti obbligazionari USA verso i mercati emergenti, anche quando le EME si trovavano in fasi diverse del ciclo economico<sup>3</sup>. Tali effetti sembrano essersi intensificati nel tempo. Una semplice regressione mobile di un

## Un altro taper tantrum?

22 maggio 2013 = 100 (inizio del taper tantrum) e 5 novembre 2015 = 100 (giorno precedente la pubblicazione dei dati USA)

Grafico 6



<sup>1</sup> Indice dei CDS sovrani JPMorgan CDX.EM; spread sulla serie on-the-run di credit default swap (CDS) a cinque anni in dollari USA. <sup>2</sup> Somma degli option-adjusted spread del debito societario e del debito ad alto rendimento dei mercati emergenti rispetto alle note del Tesoro USA. <sup>3</sup> Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified (7-10 anni), rendimento a scadenza in moneta locale. <sup>4</sup> VIX. <sup>5</sup> Indice MSCI Emerging Markets. <sup>6</sup> Indice JPMorgan Emerging Markets Currency (EMCI), a pronti; un calo indica un deprezzamento (apprezzamento) delle valute dei mercati emergenti (del dollaro USA). <sup>7</sup> 150 giorni lavorativi prima degli eventi; il primo episodio va dal 12 settembre 2012 al 22 maggio 2013, il secondo dal 26 febbraio 2015 al 5 novembre 2015. <sup>8</sup> Media semplice su tutta la durata degli episodi; spread creditizi sui CDS e sul debito societario dei mercati emergenti in punti base, rendimento dei titoli di Stato dei mercati emergenti in percentuale e VIX in punti percentuali. <sup>9</sup> Variazione percentuale fra l'inizio e la fine degli episodi.

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

<sup>3</sup> Cfr. B. Hofmann ed E. Takáts, "Gli effetti di propagazione internazionale delle politiche monetarie", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

indice obbligazionario EME sui rendimenti dei titoli di Stato USA decennali indica che il potenziale di propagazione è più vasto ora di quanto non lo fosse durante il taper tantrum (grafico 7, diagramma centrale).

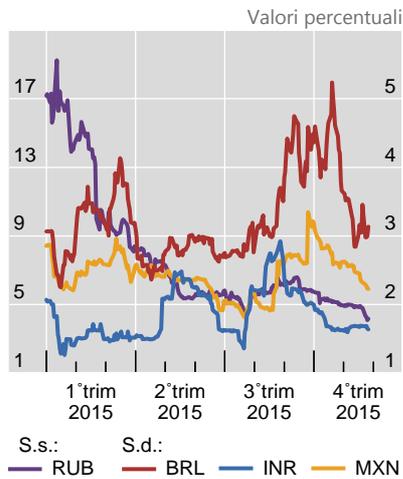
Le condizioni meno favorevoli nei mercati finanziari, insieme all'accresciuta sensibilità nei confronti dei tassi USA, potrebbero aumentare il rischio che la normalizzazione della politica monetaria statunitense si ripercuota negativamente sulle EME. Se da un lato è probabile che le EME, attraverso i canali commerciali, traggano vantaggio da una robusta ripresa negli Stati Uniti (condizione per il rialzo dei tassi di interesse), dall'altro un ulteriore apprezzamento del dollaro e l'aumento dei rendimenti potrebbero rappresentare una minaccia aggiuntiva per la crescita e l'inflazione in alcuni paesi.

Le condizioni finanziarie più tese potrebbero inoltre far aumentare i rischi per la stabilità finanziaria nelle EME. Negli ultimi anni l'espansione creditizia in queste economie è stata vigorosa, grazie alle prospettive di crescita favorevoli e alle condizioni finanziarie internazionali molto accomodanti. Ad esempio, il rapporto medio credito/PIL nei BRICS è salito di quasi il 25% dal 2010. Nonostante il contesto di bassi tassi di interesse, i crescenti livelli di indebitamento hanno spinto gli indici del servizio del debito delle famiglie e delle imprese oltre la loro media di lungo periodo, in particolare dal 2013, segnalando un aumento dei rischi di crisi finanziarie

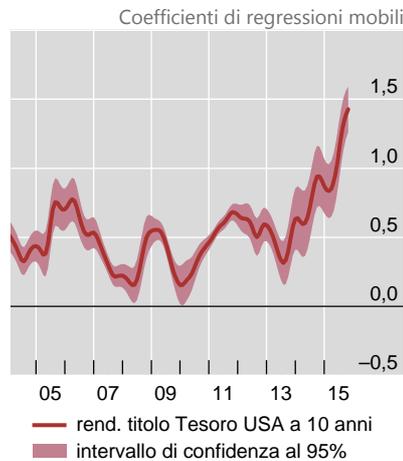
## L'inasprimento negli Stati Uniti potrebbe mettere in difficoltà le EME

Grafico 7

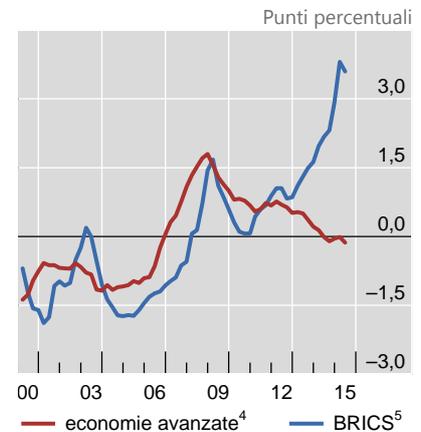
Risk reversal a tre mesi delle EME rispetto al dollaro USA<sup>1</sup>



Sensibilità dei rendimenti in moneta locale delle EME ai rendimenti internazionali<sup>2</sup>



Indici del servizio del debito (DSR)<sup>3</sup>



BRL = real brasiliano; INR = rupia indiana; MXN = peso messicano; RUB = rublo russo.

<sup>1</sup> Il risk reversal è dato dalla volatilità implicita delle opzioni call meno la volatilità implicita delle opzioni put nella valuta base aventi lo stesso delta (25). <sup>2</sup> Regressione del rendimento dell'indice obbligazionario JPMorgan GBI-EM Broad Diversified (7-10 anni) sulla variabile ritardata di un mese dell'indice dei rendimenti obbligazionari GBI-EM e sui valori correnti e ritardati di un mese del rendimento del titolo del Tesoro decennale USA, dell'indice JPMorgan Emerging Markets Currency (EMCI) e del tasso ufficiale medio delle EME. Modello stimato con il metodo delle differenze prime. Stime variabili nel tempo ottenute mediante ponderazione delle osservazioni campione utilizzando una distribuzione normale centrata a ciascuna data e con una dispersione tale che la finestra di due anni intorno a ciascuna data di stima copre oltre il 99% dei pesi. <sup>3</sup> Per il settore non finanziario privato. Per maggiori informazioni sulla metodologia, cfr. [www.bis.org/statistics/dsr.htm?m=6%7C341](http://www.bis.org/statistics/dsr.htm?m=6%7C341); scarto dei DSR rispetto alle medie di lungo periodo di ciascun paese dal 2000; dati aggiornati al 2° trimestre 2015. <sup>4</sup> Media semplice di Australia, Canada, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>5</sup> Media semplice di Brasile, Cina, India, Russia e Sudafrica.

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

nelle EME (grafico 7, diagramma di destra)<sup>4</sup>. Gli indici del servizio del debito sono destinati ad aumentare ulteriormente allorché cominceranno a salire i tassi sui prestiti. Un eventuale ulteriore apprezzamento del dollaro metterà inoltre alla prova la capacità di servizio del debito delle imprese delle EME, molte delle quali si sono pesantemente indebitate in dollari USA negli ultimi anni<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Per una recente trattazione degli indicatori di allerta precoce delle EME, cfr. la tabella 1 (pag. 16), nel capitolo "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali" dell'edizione di settembre 2015 della *Rassegna trimestrale BRI*.

<sup>5</sup> Per un'analisi approfondita dell'indebitamento in dollari delle imprese delle EME, cfr. McCauley, B., P. McGuire e V. Sushko (2015), "Il credito in dollari alle economie emergenti" in questa edizione (versione integrale dell'articolo disponibile solo in inglese).

## Le recenti distorsioni di prezzo nei mercati dei derivati sul reddito fisso

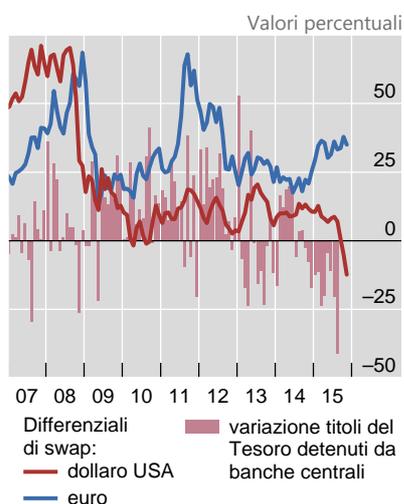
Suresh Sundareshan e Vladyslav Sushko

Negli ultimi trimestri si sono osservate nei mercati del reddito fisso relazioni di prezzo inconsuete. I differenziali degli swap in dollari USA (ossia la differenza tra il tasso della componente fissa dello swap e il corrispondente rendimento del titolo del Tesoro) sono divenuti negativi, muovendosi in direzione opposta rispetto ai differenziali degli swap in euro (grafico A, diagramma di sinistra). Dato che le controparti nei mercati dei derivati, in genere le banche, hanno un'affidabilità creditizia inferiore a quella dei soggetti sovrani, di norma i tassi swap sono più alti dei rendimenti dei titoli di Stato, in ragione del premio per il rischio aggiuntivo. La presenza di spread negativi, pertanto, è potenzialmente sintomatica di distorsioni di prezzo. A questo riguardo, una serie di fattori attiene alle condizioni di domanda e offerta nei mercati degli swap di tassi di interesse e in quelli delle obbligazioni del Tesoro. Nei primi mercati è possibile che i tassi swap siano stati spinti verso il basso da forme di supporto al credito (credit enhancement) incorporate negli swap, dalla domanda di copertura degli emittenti obbligazionari privati e dalla domanda degli investitori alla ricerca di duration più lunghe (ad esempio compagnie di assicurazione e fondi pensione), che ricorrono agli swap per assicurarsi tassi fissi. Per quanto riguarda invece i mercati a pronti, i rendimenti sono stati spinti verso l'alto dalle recenti vendite di titoli del Tesoro USA da parte dei gestori di riserve delle economie emergenti. L'impatto di mercato di queste vendite è stato forse amplificato da una seconda serie di fattori che limitano l'arbitraggio e ostacolano l'ordinato funzionamento del mercato. In primo luogo, la capacità dei dealer di assorbire in bilancio un quantitativo crescente di titoli potrebbe essere stata messa alla prova dall'ammontare di obbligazioni del Tesoro USA arrivate sul mercato secondario nel terzo trimestre (grafico A, diagramma centrale), che li avrebbe portati a richiedere rendimenti di mercato superiori ai corrispondenti tassi swap. In secondo luogo, i vincoli di bilancio potrebbero aver reso più onerosa per gli intermediari la realizzazione degli

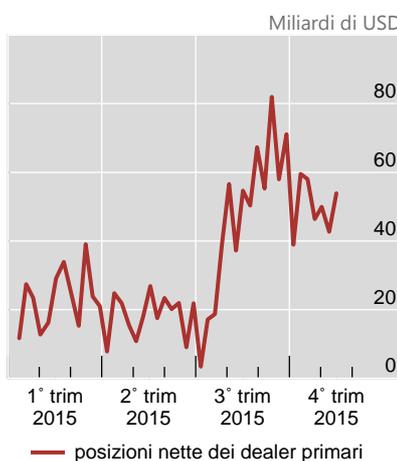
### Differenziali di swap, flussi di titoli del Tesoro USA e costi di copertura del rischio di tasso di interesse

Grafico A

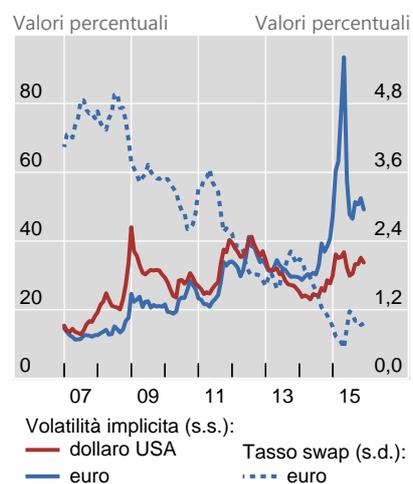
Disponibilità estere di titoli del Tesoro USA e differenziali di swap su tassi di interesse a 10 anni<sup>1</sup>



Portafogli di titoli del Tesoro USA dei dealer<sup>2</sup>



Volatilità implicita nelle swaption e tasso swap in euro a 10 anni<sup>1, 3</sup>



<sup>1</sup> Medie mensili di osservazioni giornaliere. <sup>2</sup> Posizioni nette dei dealer primari in buoni e note del Tesoro USA (esclusi i TIPS). <sup>3</sup> Volatilità implicita nelle swaption europee a 2 anni at-the-money su tassi in dollari USA ed euro a 10 anni ricavata dalla formula di Black-Scholes.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Treasury International Capital (TIC) System; Bloomberg; elaborazioni BRI.

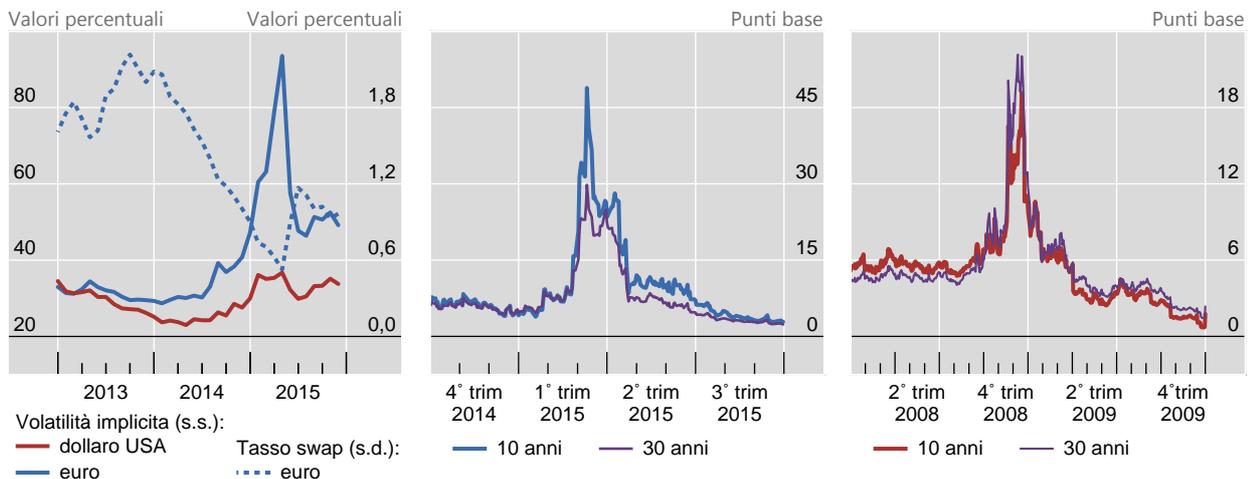
## Costi di copertura dal rischio di tasso di interesse e indicatore della domanda asimmetrica di copertura

Grafico B

Volatilità implicita nelle swaption e tasso swap in euro a 10 anni<sup>1, 2</sup>

Asimmetria (25 p.b.) delle swaption in euro nel 2014-15<sup>1, 3</sup>

Asimmetria (100 p.b.) delle swaption in dollari USA nel 2008-09<sup>1, 3</sup>



<sup>1</sup> Medie mensili di osservazioni giornaliere. <sup>2</sup> Volatilità implicita nelle swaption europee a due anni at-the-money su tassi a 10 anni ricavata dalla formula di Black-Scholes. <sup>3</sup> Differenza fra le volatilità implicite relative a prezzi di esercizio superiori/inferiori al valore at-the-money (compratore/venditore), scadenze a due anni.

Fonti: Barclays; Bloomberg; elaborazioni BRI.

arbitraggi speculativi necessari a ripristinare un differenziale di swap positivo. Tali arbitraggi sono infatti sensibili ai costi di bilancio poiché presuppongono il ricorso alla leva finanziaria per finanziare nei mercati pronti contro termine le posizioni lunghe in titoli del Tesoro<sup>Ⓞ</sup>.

Nell'area dell'euro le tensioni di mercato sono state di natura diversa. I differenziali degli swap a 10 anni hanno cominciato ad ampliarsi agli inizi del 2015, più o meno quando la Banca nazionale svizzera ha abbandonato l'ancoraggio valutario, e sono aumentati ulteriormente nei mesi successivi (grafico A, diagramma di sinistra). Mentre i precedenti episodi di ampliamento dei differenziali di swap possono essere attribuiti al rischio di credito del settore bancario, gli sviluppi più recenti sembrano essere maggiormente legati all'attività di copertura degli investitori istituzionali. Sebbene siano diminuiti anche i tassi swap (grafico A, diagramma di destra), il differenziale di swap si è ampliato, a indicare che i rendimenti nei mercati a pronti sono scesi in misura ancora maggiore. Una possibile spiegazione è che, di fronte al calo dei rendimenti dovuto alle attese di acquisti da parte della BCE, gli investitori istituzionali con passività con duration lunga, come gli assicuratori e i fondi pensione, siano stati spinti ad allungare la duration dei loro portafogli di attività mediante l'acquisto di ulteriori obbligazioni a più lunga scadenza, forse abbassando i rendimenti di mercato al di sotto dei tassi swap<sup>Ⓞ</sup>.

Oltre ad allungare la duration di portafoglio con l'acquisto di obbligazioni a più lunga scadenza o la stipula di swap di tassi di interesse per ricevere un tasso fisso, gli investitori possono coprirsi dal rischio di un calo significativo dei rendimenti anche tramite l'acquisto di swaption, ossia di opzioni che conferiscono il diritto di stipulare un contratto swap a una data futura. Di conseguenza, le swaption tendono a divenire più costose nelle fasi di tensione e quando gli investitori si affrettano a cercare protezione dal rischio di duration<sup>Ⓞ</sup>.

Data la compressione dei tassi swap decennali agli inizi del 2015, il costo delle opzioni di questo tipo sui tassi swap in euro risultava triplicato al 20 aprile 2015 (grafico B, diagramma di sinistra). L'impennata dei costi di copertura per i tassi in euro ha preceduto l'effettiva correzione dei rendimenti, i quali hanno iniziato a risalire intorno al fine settimana del 18 aprile, culminando nel cosiddetto "Bund tantrum". Ciò indica che la turbolenza nei mercati del reddito fisso osservata quest'anno potrebbe aver tratto origine dall'attività in derivati e da quella di copertura, e le sue ricadute essere state accentuate dal ridotto spessore nei mercati a pronti<sup>Ⓞ</sup>.

Questo andamento volatile dei mercati dei derivati su tassi di interesse nell'area dell'euro fa temere che, di fronte a squilibri magari temporanei negli ordini, le risposte di prezzo possano rivelarsi disordinate. Si pone in particolare la questione della liquidità nei mercati di copertura e della capacità dei tradizionali venditori di opzioni, come le banche, di fornire adeguati servizi di controparte agli operatori istituzionali in cerca di copertura. Tornando agli eventi di fine aprile, la maggiore domanda di swap per ricevere un tasso fisso da parte degli operatori istituzionali potrebbe essersi scontrata con la scarsità di controparti disposte a ricevere tassi variabili (e pagare tassi fissi) in un contesto di brusco calo dei rendimenti di mercato. L'emergere di pressioni dovute alla domanda unidirezionale di copertura è ravvisabile nell'asimmetria dei prezzi delle swaption (grafico B, diagrammi centrale e di destra). L'asimmetria osservata per i tassi in euro in prossimità del "Bund tantrum" presenta analogie con l'andamento dei tassi in dollari USA nel dicembre 2008 quando, di fronte al crollo dei rendimenti di mercato, i fondi pensione statunitensi si affrettarono a coprirsi dal rischio di tasso di interesse tramite swaption.

① Vi sono alcuni elementi in comune con l'ampliamento dei differenziali dei cross-currency basis swap (cfr. grafico 6 e l'analisi nel testo), nella misura in cui gli squilibri tra domanda e offerta di finanziamenti in dollari USA interagiscono con fattori che impediscono l'arbitraggio tra i tassi del mercato monetario onshore e i tassi in dollari USA impliciti negli swap. ② Cfr. Domanski, H. S. Shin e V. Sushko, "Hunt for duration: not waving but drowning?", *BIS Working Papers*, n. 519, 2015. ③ Cfr. R. Peril e B. Sack, "Does mortgage hedging amplify movements in long-term interest rates?", *Journal of Fixed Income*, vol. 13, n. 3, 2003, pagg. 7-17. ④ Cfr. il riquadro di A. Schrimpf e R. Riordan intitolato "Volatilità e prosciugamento della liquidità durante il "Bund tantrum", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015.