

## Una fragile calma cede il passo alle turbolenze

Il rialzo del tasso di interesse da parte della Federal Reserve in dicembre non ha contribuito granché a scalfire la calma apparente che aveva regnato nei mercati finanziari verso la fine del 2015. Ma il nuovo anno ha avuto un inizio turbolento, caratterizzato da una delle peggiori ondate di vendite sui mercati azionari dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008.

Inizialmente, i mercati si sono concentrati sul rallentamento della crescita in Cina e sulle vulnerabilità nelle economie emergenti (EME) più in generale. La crescente apprensione in merito alla crescita globale ha spinto fortemente al ribasso il prezzo del petrolio e i tassi di cambio nelle EME e favorito una corsa verso la sicurezza nei principali mercati obbligazionari. Le turbolenze si sono propagate alle economie avanzate (EA) poiché l'appiattimento delle curve dei rendimenti e l'ampliamento degli spread creditizi hanno spinto gli investitori a ponderare scenari di recessione.

In una seconda fase, il deterioramento del contesto globale e le azioni delle banche centrali hanno coltivato le aspettative dei mercati di ulteriori riduzioni dei tassi di interesse e alimentato i timori per la redditività delle banche. Verso la fine di gennaio, la Bank of Japan (BoJ) ha sorpreso i mercati con l'introduzione di tassi di interesse negativi, dopo che la BCE aveva annunciato una possibile revisione del proprio orientamento di politica monetaria e che la Federal Reserve aveva pubblicato linee guida per la conduzione di prove di stress che consentono tassi di interesse negativi. In un contesto di scarsi risultati degli utili delle banche, i corsi azionari delle banche sono scesi ben al di sotto del livello generale di mercato, in particolare in Giappone e nell'area dell'euro. Gli spread creditizi si sono ampliati a un punto in cui i mercati nutrivano inquietudini per una cancellazione senza precedenti dei pagamenti cedolari sui contingent convertible bond (CoCo) da parte delle principali banche globali.

All'origine di parte delle turbolenze vi è stato il crescente timore degli operatori del mercato per le opzioni sempre minori per il sostegno delle politiche di fronte all'indebolimento delle prospettive di crescita. Con lo stretto margine di manovra disponibile nelle finanze pubbliche e le politiche strutturali ampiamente latenti, le misure delle banche centrali sono sembrate in via di esaurimento.

## Il rialzo della politica monetaria statunitense

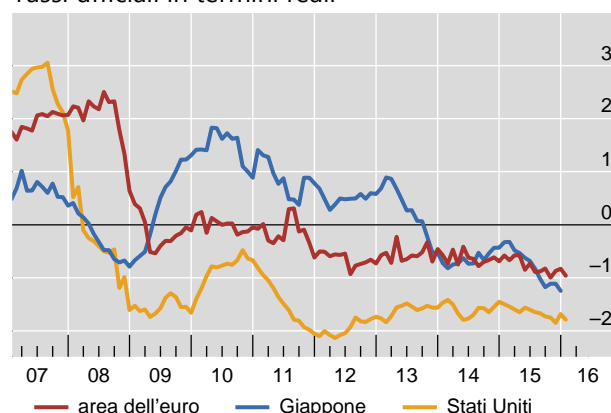
Il 16 dicembre la Federal Reserve ha aumentato la fascia obiettivo per il tasso sui federal fund dopo otto anni di allentamento della politica monetaria in tutte le principali aree valutarie. Anche dopo l'aumento, l'orientamento della politica monetaria statunitense è rimasto altamente accomodante: l'aumento nella fascia obiettivo per i federal fund è stato minimo, pari a 25 punti base, e lo stock di attività acquistato negli anni di acquisti su larga scala di attività finanziarie è stato lasciato invariato. In termini reali, il tasso ufficiale statunitense era stato negativo dal 2008 (grafico 1, diagramma di sinistra). Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha

## Il rialzo e il ritmo di normalizzazione previsto

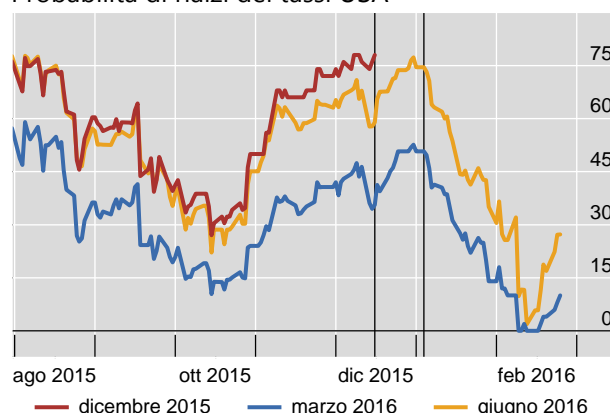
Valori percentuali

Grafico 1

Tassi ufficiali in termini reali<sup>1</sup>



Probabilità di rialzi dei tassi USA<sup>2</sup>



Le linee verticali nel diagramma di destra indicano il 16 dicembre 2015 (riunione del FOMC) e il 4 gennaio 2016 (pubblicazione del PMI manifatturiero Caixin della Cina).

<sup>1</sup> Tassi ufficiali nominali meno l'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia. Per il Giappone, inflazione di fondo al netto di energia e alimentari, corretta per tenere conto dell'incremento dell'imposta sui consumi. <sup>2</sup> Sulla base delle probabilità implicite nei futures sul tasso sui federal fund tratte da Bloomberg.

Fonti: Bank of Japan; Bloomberg; statistiche nazionali.

dichiarato che la discesa dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo del 2% e l'incertezza che circonda le condizioni economiche più in generale avrebbero giustificato solo aumenti graduali del tasso sui federal fund. Tuttavia, la decisione ha segnato un punto di svolta in un'era di accomodamento monetario straordinario.

Quando alla fine si è verificato il primo rialzo sui tassi statunitensi, ha quasi causato scompiglio. L'inizio del ciclo di restrizione era stato previsto da tempo, a partire già dal maggio 2013, quando le aspettative di un'eventuale riduzione degli acquisti di attività finanziarie erano rimbalzate nei mercati finanziari globali. Nei giorni precedenti il 16 dicembre 2015, la probabilità implicita di un rialzo per i futures in dicembre era prossima all'80%, ciò che riflette la fiducia nelle prospettive economiche statunitensi (grafico 1, linea rossa nel diagramma di destra)<sup>1</sup>. Oltre alla volatilità temporanea in prossimità della data dell'annuncio, la curva dei rendimenti è rimasta pressoché statica. Gli scambi sui mercati azionari sono rimasti grossomodo stabili, essendo stata risolta una fonte di incertezza. Tuttavia, altre fonti di incertezza hanno fatto presto la loro comparsa arrivando a dominare la scena.

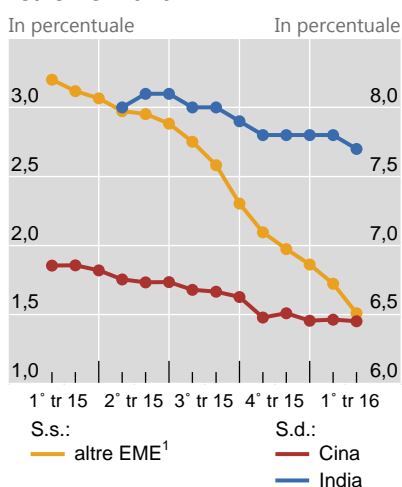
## Le turbolenze si propagano dalle EME alle EA

Il deterioramento delle prospettive per la crescita globale ha destabilizzato i mercati finanziari dall'inizio dell'anno.

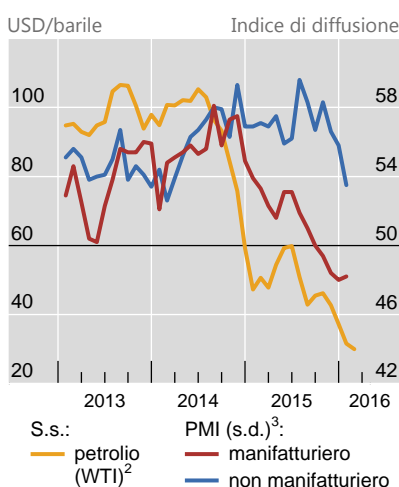
La prima fase delle turbolenze è stata incentrata sull'apprensione in merito alla crescita globale nelle EME, in particolare in Cina. La crescita dichiarata dalla Cina ha rallentato al 6,9% nel 2015, il tasso ufficiale più basso dal 1990. Le previsioni di

<sup>1</sup> Si veda "Una fragile calma in attesa del rialzo della Fed", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015.

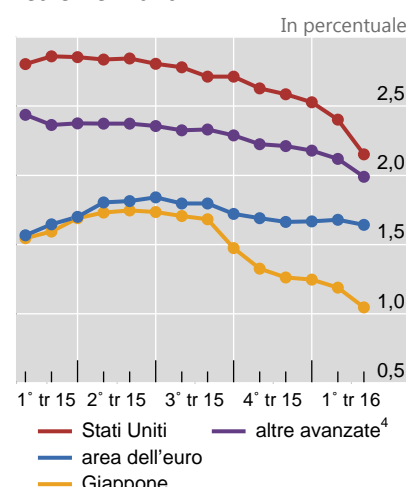
Previsione sulla crescita del PIL reale nel 2016



PMI USA e prezzi del petrolio



Previsione sulla crescita del PIL reale nel 2016



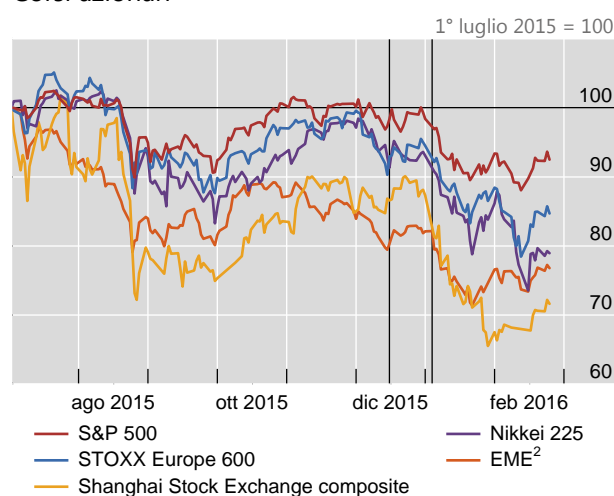
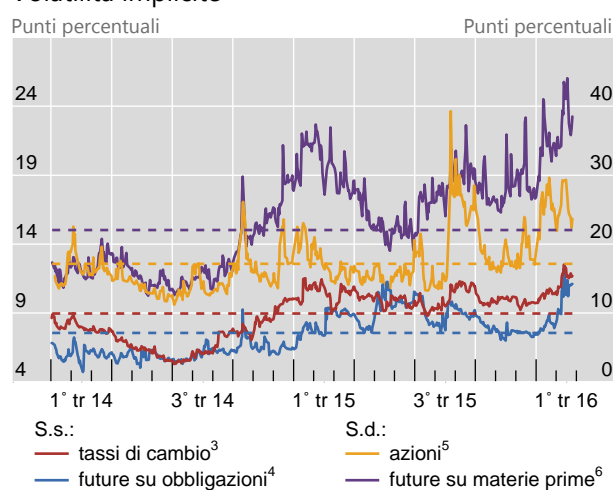
<sup>1</sup> Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio PPA di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria; aggregazioni in base al PIL e ai tassi di cambio PPA. <sup>2</sup> Media semplice delle osservazioni giornaliere in ciascun mese. <sup>3</sup> Indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) dell'Institute for Supply Management. Un valore superiore (inferiore) a 50 rappresenta una crescita o un'espansione (contrazione) all'interno del settore dell'economia rispetto al mese precedente, e un valore uguale a 50 indica un equilibrio tra i responsabili che dichiarano aumenti e quelli che dichiarano cali nella propria attività. <sup>4</sup> Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio PPA di Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

Fonti: Bloomberg; Consensus Economics.

consenso per il 2016 erano diminuite in via continuativa nei precedenti 12 mesi (grafico 2, diagramma di sinistra). Le condizioni distese nel settore manifatturiero erano state da tempo controbilanciate da un settore dei servizi in crescita, ma in dicembre il PMI dei servizi ha toccato il livello più debole in 17 mesi. I timori per un rallentamento nel settore manifatturiero cinese si sono propagati ad altre EME, per le quali le previsioni di crescita per il 2016 erano diminuite rapidamente nel secondo semestre 2015 (grafico 2, diagramma di sinistra). Le preoccupazioni per il settore manifatturiero non si sono limitate all'Asia: la forza del dollaro USA e i bassi prezzi del petrolio hanno offuscato le prospettive per il settore manifatturiero statunitense, le quali si sono indebolite rispetto al settore non manifatturiero (diagramma centrale). Di fatto, le prospettive di crescita per tutte le principali regioni economiche hanno continuato a deteriorarsi (diagramma di destra).

In questo contesto, le notizie deludenti provenienti dalla Cina hanno innescato turbolenze nei mercati nella prima giornata di negoziazione dell'anno. Nel momento in cui un indice manifatturiero strettamente monitorato ha evidenziato una rinnovata debolezza settoriale, i mercati azionari hanno registrato vendite nelle economie sia avanzate sia emergenti (grafico 3, diagramma di sinistra). Quando lo Shanghai Composite è crollato di oltre il 15% nelle prime due settimane dell'anno, i mercati azionari delle principali EA hanno perso quasi il 10%. Solo durante la prima settimana, la negoziazione in Cina è stata sospesa due volte in risposta a nuovi meccanismi di mercato che interrompono la negoziazione quando le perdite raggiungono una determinata soglia, ciò che ha esacerbato le tensioni dei mercati. Le volatilità implicite hanno segnato un'impennata a picchi comparabili a quelli osservati nell'agosto 2015, e ben al di sopra dei livelli modesti dei precedenti tre anni (grafico 3, diagramma di

## Corsi azionari

Volatilità implicite<sup>1</sup>

Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 16 dicembre 2015 (riunione del FOMC) e il 4 gennaio 2016 (pubblicazione del PMI manifatturiero Caixin della Cina).

<sup>1</sup> Le linee orizzontali tratteggiate rappresentano le medie semplici per il periodo 2012-15 per ciascuna serie della volatilità implicita. <sup>2</sup> Indice MSCI Emerging Markets in dollari USA. <sup>3</sup> Indice JPMorgan VXY Global (indice, ponderato per il fatturato, della volatilità implicita nelle opzioni at-the-money a tre mesi su 23 tassi di cambio rispetto al dollaro USA). <sup>4</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 ai tassi di cambio PPA. <sup>5</sup> Volatilità implicita negli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata basata sulla capitalizzazione di mercato. <sup>6</sup> Volatilità implicita nelle opzioni at-the-money sui contratti futures su petrolio, oro e rame; media semplice.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

destra). Ma al contrario di tale episodio di breve durata, le turbolenze a inizio 2016 sono durate diverse settimane.

Il timore crescente per le prospettive economiche globali ha portato, a sua volta, a ulteriori perdite nei mercati delle materie prime. La previsione di un indebolimento della domanda, in aggiunta all'eccesso di offerta che era divenuto manifesto negli ultimi 18 mesi, ha colpito duramente i mercati del petrolio greggio. I prezzi del petrolio hanno prolungato il calo del secondo semestre 2015, scendendo al di sotto di \$30 al barile per diversi giorni prima di rimbalzare leggermente al di sopra di tale livello (grafico 4, diagramma di sinistra). Il Brent è stato regolato il 70% al di sotto del prezzo nominale medio osservato tra metà 2010 e metà 2014, con il picco della lunga fase espansiva nei prezzi delle materie prime che si è esteso per oltre un decennio. Di fatto, gli attuali prezzi del petrolio superano di poco i livelli dei prezzi nominali medi dei cinque anni antecedenti il 2002, appena prima dell'inizio della forte ascesa dei prezzi delle materie prime. I metalli di base e gli alimentari hanno mostrato una maggiore resistenza, non da ultimo perché i rispettivi indici erano già scesi sensibilmente prima delle recenti turbolenze. I rispettivi prezzi nominali sono rimasti ben al di sopra dei livelli precedenti al picco.

Il pesante onere debitorio dei produttori (in particolare delle società statunitensi produttrici di scisto) potrebbe aver esacerbato il calo dei prezzi<sup>2</sup>. Il ribasso dei prezzi petrolifero riduce i flussi di cassa generati dall'attuale produzione e aumenta il rischio

<sup>2</sup> Si veda D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi e H. S. Shin, "Petrolio e debito", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese); e S. Dale, "New economics of oil", presentazione alla Society of Business Economists Annual Conference, Londra, 13 ottobre 2015.

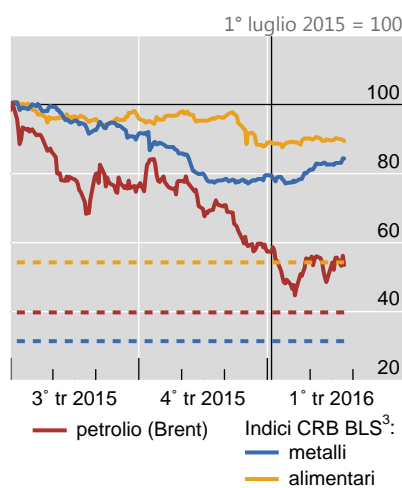
di illiquidità e di una possibile insolvenza. Le società alle prese con tali tensioni potrebbero aver mantenuto o persino aumentato la produzione per preservare la liquidità e ridurre il debito, contribuendo così a ulteriori cali dei prezzi. Queste forze potrebbero essere state presenti nel mercato statunitense, in cui il calo sensibile dei prezzi del petrolio è andato di pari passo con i continui aumenti delle scorte petrolifere (grafico 4, diagramma centrale).

Nello scenario di vendite delle attività rischiose globali, una fuga generale verso la sicurezza ha rafforzato il dollaro USA. Le valute delle EME e degli esportatori di materie prime hanno toccato nuovi minimi prima di trovare sostegno a metà gennaio a livelli inferiori del 3% circa rispetto a fine anno (grafico 4, diagramma di destra). Anche i timori per il deprezzamento del renminbi hanno alimentato la volatilità sui mercati dei cambi. L'11 dicembre 2015 la People's Bank of China ha introdotto il paniere di riferimento China Foreign Exchange Trade System (CFETS), segnando un passaggio da un focus esclusivo sul dollaro USA. Tra agosto 2015 e fine gennaio 2016 il renminbi si è deprezzato del 6% nei confronti del dollaro USA, rimanendo nel contempo sostanzialmente stabile rispetto al paniere CFETS. Le riserve valutarie del paese sono diminuite di oltre \$300 miliardi nello stesso periodo, a un ritmo in apparenza in accelerazione che ha spaventato gli investitori. Le aspettative di un ulteriore deprezzamento potrebbero aver contribuito alle vendite nel mercato azionario interno, che a loro volta hanno esercitato altre pressioni sulla valuta. L'effetto combinato tra il ribasso dei prezzi del petrolio e il rafforzamento del dollaro

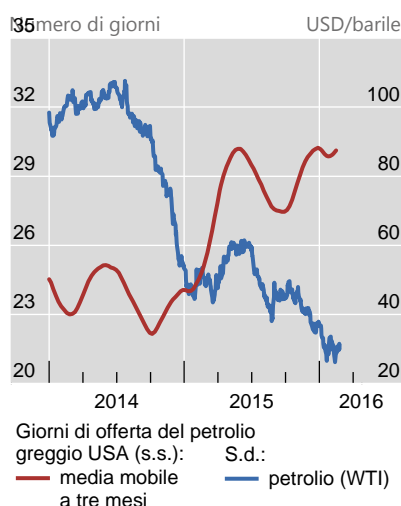
## Il crollo dei prezzi del petrolio si estende ai tassi di cambio

Grafico 4

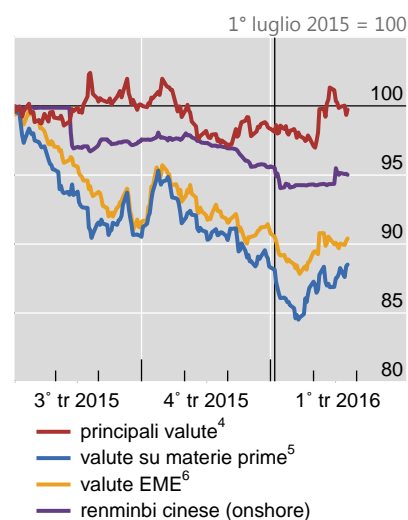
### Prezzi delle materie prime<sup>1</sup>



### Scorte USA e prezzi del petrolio



### Tassi di cambio bilaterali nominali<sup>2</sup>



La linea verticale nei diagrammi di destra e di sinistra indica il 4 gennaio 2016 (pubblicazione del PMI manifatturiero Caixin della Cina).

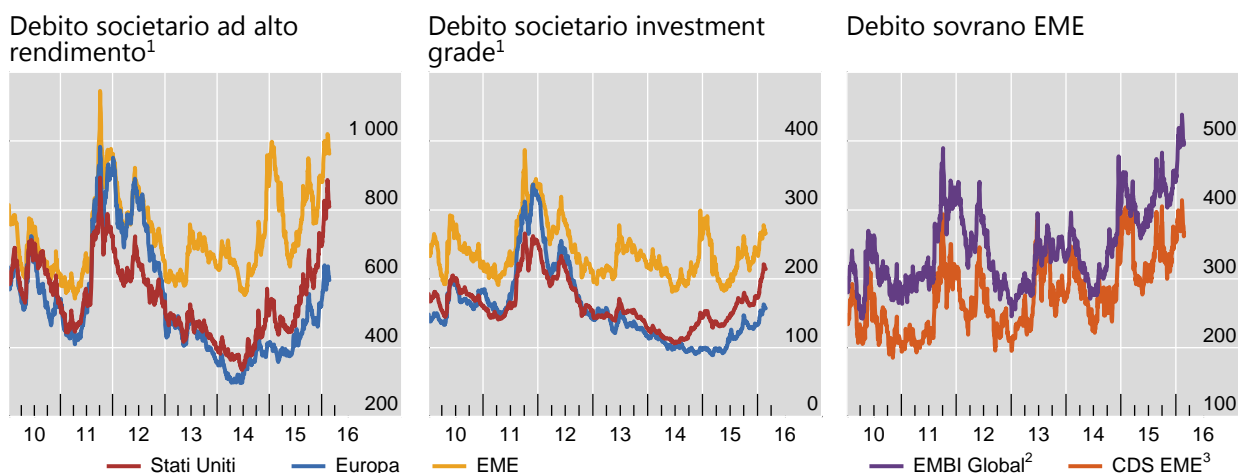
<sup>1</sup> Le linee orizzontali tratteggiate rappresentano le medie semplici per il periodo 1998-2002 per ciascun indice delle materie prime. <sup>2</sup> Un calo indica un deprezzamento della moneta locale nei confronti del dollaro USA. Media semplice tra le valute elencate (tranne il renminbi cinese). <sup>3</sup> Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. <sup>4</sup> Lira sterlina, euro e yen giapponese. <sup>5</sup> Dollaro australiano, dollaro canadese, peso cileno, corona norvegese e rublo russo. <sup>6</sup> Real brasiliano, peso colombiano, corona ceca, fiorino ungherese, rupia indonesiana, rupia indiana, won coreano, peso messicano, ringgit della Malaysia, zloty polacco, lira turca e rand sudafricano.

Fonti: US Energy Information Administration; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

## Le turbolenze sui mercati agitano i mercati del credito

Spread, in punti base

Grafico 5



<sup>1</sup> Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi ai titoli del Tesoro USA. <sup>2</sup> Indice JPMorgan EMBI Global, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). <sup>3</sup> Indice Emerging markets CDX.EM, scarto interquartile della serie più recente di CDS a cinque anni.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; JPMorgan Chase.

USA ha esercitato pressioni considerevoli su molte EME in un momento in cui l'avanzata della liquidità del dollaro globale sembra essere a una svolta<sup>3</sup>.

Anche i mercati del credito globale sono stati agitati dalle turbolenze. Il contesto di bassi tassi di interesse degli ultimi anni era andato di pari passo con una ricerca del rendimento che ha allentato le condizioni del credito, in particolare per i mutuatari più rischiosi. Con la diffusione delle turbolenze nei mercati, il credito ad alto rendimento delle EA ha subito inconsuete pressioni, dopo essere stato tormentato da crescenti difficoltà da metà 2014 (grafico 5, diagramma di sinistra). L'ampliamento degli spread è stato particolarmente netto per il debito ad alto rendimento statunitense, che è stato penalizzato dalla sottoperformance delle società operanti nel comparto dell'energia e dai timori per un aumento dei tassi di insolvenza ( riquadro 1). Da metà 2014, la diffusione dell'alto rendimento USA è più che raddoppiata, toccando livelli comparabili ai picchi osservati durante la crisi del debito europea nel 2011. A titolo di confronto, l'ampliamento degli spread societari è stato più moderato in Europa, con gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento più o meno ai picchi del 2011. La divergenza tra gli spread nel comparto investment grade nelle due regioni ha coinciso con l'inizio del crollo dei prezzi del petrolio a metà 2014, riflettendo probabilmente i timori per il contagio dal settore petrolifero ad altre parti dell'economia statunitense (grafico 5, diagramma centrale). Anche gli spread sul debito sovrano nelle EME si sono ampliati durante le settimane iniziali del 2016, superando agevolmente i massimi registrati nel 2011 (diagramma di destra).

Il panorama delle politiche monetarie nelle EME ha evidenziato andamenti diversi, riflettendo il ruolo svolto da materie prime, tassi di cambio e altre cause dell'inflazione. Le banche centrali nell'Asia emergente e in Europa, le cui economie

<sup>3</sup> Si vedano gli "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento globali" in questa edizione, e J. Caruana "Credit, commodities and currencies", conferenza presso la London School of Economics and Political Science, Londra, 5 febbraio 2016.

hanno principalmente beneficiato del crollo dei prezzi delle materie prime, hanno mantenuto invariate le politiche monetarie nonostante il considerevole deprezzamento valutario. Gli esportatori di materie prime, per contro, hanno operato una stretta o indicato una propensione a inasprire i tassi, poiché il deprezzamento valutario ha innescato forti spinte inflazionistiche nonostante il rallentamento dell'attività economica. Per la maggior parte dei paesi, tuttavia, il difficile contesto globale per i tassi di cambio ha lasciato uno spazio limitato per gli stimoli monetari.

## Continuano le turbolenze con il focus dei mercati sulle banche

Le costanti turbolenze finanziarie in un contesto globale di debolezza hanno dato il via a una seconda fase di agitazioni, in cui i mercati hanno preso in considerazione l'eventualità che le banche centrali possano spingere ulteriormente i tassi di interesse in territorio negativo e, contemporaneamente, accentuare la persistente debolezza nella redditività delle banche.

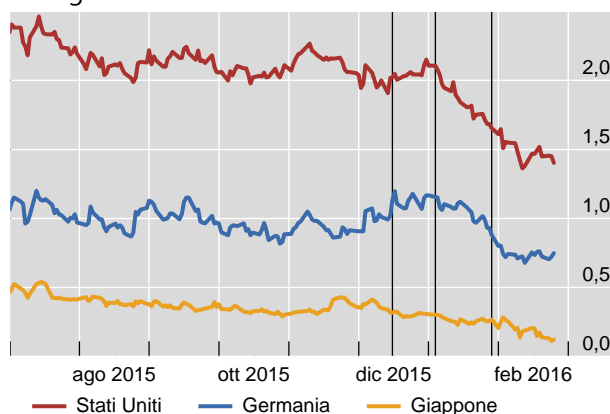
Con le turbolenze che hanno investito i mercati finanziari emergenti e avanzati, la fuga verso la sicurezza che ne è derivata ha contribuito all'appiattimento delle curve dei rendimenti nei principali mercati obbligazionari. A fine gennaio, il term spread tra il titolo del Tesoro statunitense decennale e il titolo a tre mesi era diminuito di oltre 50 punti base dalla fine del 2015 (grafico 6, diagramma di sinistra) e lo spread comparabile per i Bund tedeschi è sceso di quasi 40 punti base. In passato, l'appiattimento delle curve dei rendimenti e l'ampliamento degli spread creditizi hanno spesso preannunciato una debolezza nell'attività economica (riquadro 1).

### Le turbolenze scatenano la fuga verso la sicurezza

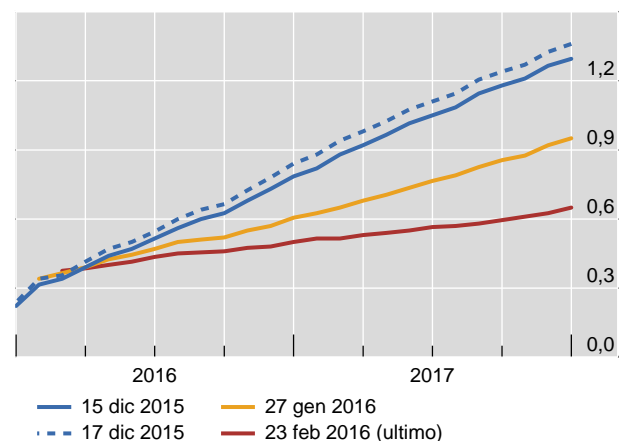
Valori percentuali

Grafico 6

Curva dei rendimenti nei principali mercati obbligazionari<sup>1</sup>



Curve dei tassi di interesse a termine USA<sup>2</sup>



Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 16 dicembre 2015 (riunione del FOMC), il 4 gennaio 2016 (pubblicazione del PMI manifatturiero Caixin della Cina) e il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve).

<sup>1</sup> Definito come il differenziale di rendimento tra il titolo di Stato decennale e il rendimento obbligazionario a tre mesi. <sup>2</sup> Future sul tasso sui federal fund a 30 giorni.

Fonte: Bloomberg.

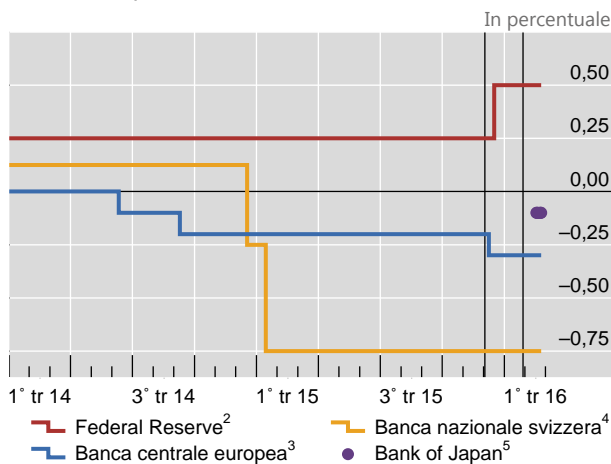
Questi sviluppi hanno seminato dubbi tra gli operatori del mercato in merito alle prospettive positive per l'economia statunitense, sulle quali si era basata la Federal Reserve per prevedere il rialzo di dicembre. La debolezza esterna, un dollaro forte e l'ampliamento degli spread creditizi hanno minacciato di reprimere la ripresa. Con questo nuovo contesto, le aspettative dei mercati di futuri innalzamenti dei tassi sono scese a un punto divenuto incoerente con la previsione di tre-quattro aumenti dei tassi nel 2016 desunta dalle valutazioni di politica monetaria dei partecipanti al FOMC (grafico 1, diagramma di destra). Agli inizi di febbraio, la probabilità di un innalzamento dei tassi in marzo era scesa dal 50% in prossimità dello zero, e persino un incremento in giugno ha finito con l'essere ritenuto improbabile. Le turbolenze hanno portato i mercati a scontare un ritmo assai graduale di contrazione. In contrasto con le aspettative all'epoca del rialzo in dicembre, a fine gennaio i mercati hanno previsto che il tasso sui federal fund rimarrà al di sotto dell'1% per tutto il 2017, e in febbraio il ritmo atteso della contrazione è sceso ulteriormente (grafico 6, diagramma di destra).

I policymaker nelle principali EA hanno reagito a tali sviluppi con l'adozione di misure che suggeriscono un ulteriore allentamento. In occasione della riunione di gennaio, il FOMC ha riconosciuto le turbolenze finanziarie globali e le possibili ripercussioni sull'economia statunitense, ma senza indicare un cambiamento rispetto all'orientamento precedente. Il 28 gennaio, tuttavia, i mercati hanno preso atto dell'annuncio della Fed delle linee guida per la conduzione di prove di stress bancarie nel 2016, che hanno richiesto alle banche di considerare il potenziale impatto dei tassi di interesse negativi dei titoli del Tesoro nell'ambito di uno "scenario fortemente sfavorevole". La settimana precedente, la BCE aveva lasciato invariato l'orientamento della politica monetaria annunciando tuttavia una revisione in marzo, con i mercati che hanno reputato sempre più probabile un ulteriore allentamento. Il 29 gennaio la BoJ ha sorpreso i mercati introducendo tassi di interesse negativi applicati

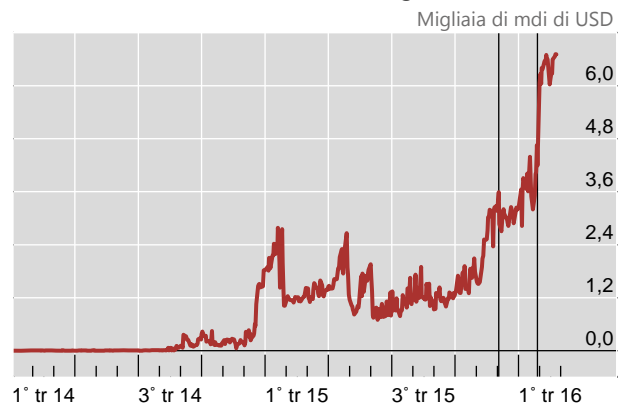
## Aumenta la quantità di debito negoziato a rendimenti negativi

Grafico 7

### Tassi di deposito delle banche centrali



### I titoli di Stato con rendimenti negativi<sup>1</sup>



Le linee verticali indicano il 3 dicembre 2015 (riduzione a  $-0,3\%$  del tasso sulle operazioni di deposito della BCE) e il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve).

<sup>1</sup> Analisi basata sui titoli compresi nell'indice World Sovereign di Bank of America Merrill Lynch aggiornata all'8 febbraio 2016. <sup>2</sup> Tasso sul saldo delle riserve in eccesso presso la Federal Reserve. <sup>3</sup> Tasso sulle operazioni di deposito presso la BCE. <sup>4</sup> Tasso di interesse applicato dalla Banca nazionale svizzera sui depositi a vista. <sup>5</sup> Tasso di interesse sulla terza classe di riserve in eccesso detenute presso la Bank of Japan.

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



sull'eccesso delle riserve obbligatorie e sui saldi accumulati dagli istituti finanziari nell'ambito del programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo (QQE) e di supporto ai prestiti. La BoJ è andata quindi ad affiancarsi alla BCE e alla Banca nazionale svizzera nell'imporre tassi negativi sulle riserve bancarie (grafico 7, diagramma di sinistra)<sup>4</sup>.

La decisione della BoJ ha avuto un impatto enorme sui mercati finanziari. I rendimenti dei titoli di Stato giapponesi sono scesi ai minimi storici lungo la curva, con rendimenti negativi per tutte le scadenze fino a 10 anni. E dopo un breve rimbalzo nel mercato azionario giapponese e un deprezzamento di lieve durata dello yen, i corsi azionari delle banche giapponesi sono scesi nettamente. Ciò è accaduto benché la misura della BoJ fosse concepita per minimizzare l'impatto immediato sulla redditività delle banche.

Una volta assorbite le implicazioni dei tassi ufficiali negativi in Giappone, i mercati sono sembrati scontare una nuova serie di misure di allentamento più in generale. In pochi giorni, l'universo di obbligazioni sovrane negoziate con rendimenti negativi si è ampliato da \$4 mila miliardi a oltre \$6,5 mila miliardi (grafico 7, diagramma di destra). Agli inizi di febbraio, quasi un terzo dello stock in essere delle obbligazioni sovrane nell'indice di Merrill Lynch sul reddito fisso sovrano era negoziato con rendimenti negativi. Tra i titoli di Stato giapponesi, tale quota ha superato il 60%.

Con l'ampliamento dell'universo delle obbligazioni che generano tassi negativi, i mercati sono diventati sempre più consapevoli dei nuovi vincoli e conflitti che potrebbero limitare le opzioni di policy. Stando ad alcuni dati, il pool del debito denominato in euro che genera meno del tasso di deposito della BCE (attualmente a -0,3%) si è impennato di un terzo dopo la riunione di politica monetaria della BCE del 21 gennaio. Le norme che disciplinano il programma di acquisti di attività finanziarie della BCE rendono inidonei tali titoli per acquisti futuri da parte della BCE. Qualora le dinamiche dei prezzi dovessero continuare a restringere l'universo dei titoli idonei, il campo di applicazione del programma di acquisti di attività finanziarie verrebbe pertanto ridotto, a meno che il tasso di deposito non venga spinto ulteriormente in territorio negativo, ciò che, a sua volta, è stato visto come potenzialmente in grado di erodere il futuro margine di interesse netto delle banche dell'area dell'euro.

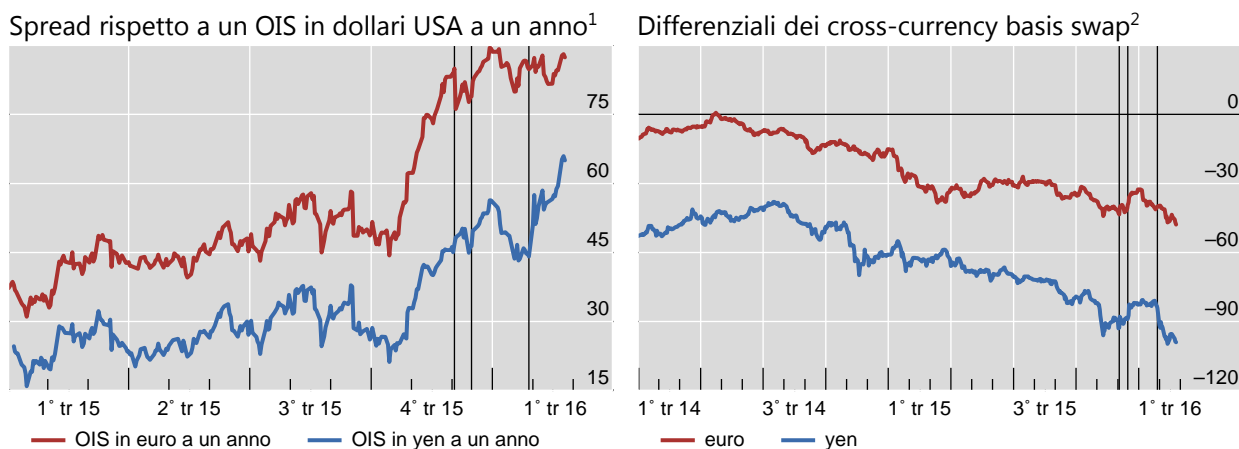
Questi sviluppi hanno comportato forti oscillazioni nella misura della divergenza attesa dai mercati tra le politiche monetarie del G3 in futuro. Una misura semplice confronta i tassi overnight medi attesi a un anno negli Stati Uniti con le medie corrispondenti per l'area dell'euro e il Giappone (grafico 8, diagramma di sinistra). Questa misura di divergenza tra le politiche monetarie è cresciuta verso la fine del 2015 sulla scia del rialzo negli Stati Uniti, ed è scesa in gennaio quando i mercati hanno ridotto il ritmo previsto della contrazione statunitense. Tuttavia, con l'introduzione della BoJ dei tassi negativi, la divergenza attesa si è ampliata di nuovo rispetto agli Stati Uniti. Grossomodo in linea con la divergenza tra le politiche monetarie in tutte le principali aree valutarie, i differenziali dei cross-currency basis

<sup>4</sup> In totale sono cinque le banche che hanno portato i tassi ufficiali sotto lo zero, normalmente considerato il limite inferiore per i tassi di interesse nominali: Danmarks Nationalbank, la BCE, Sveriges Riksbank, la Banca nazionale svizzera e la BoJ. L'implementazione di tassi ufficiali negativi è analizzata in dettaglio in M. Bech e A. Malkhozov, "In che modo le banche centrali hanno applicato tassi ufficiali negativi?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).

## Forti oscillazioni nella divergenza tra le politiche monetarie attese

In punti base

Grafico 8



Le linee verticali indicano il 3 dicembre 2015 (riduzione a  $-0,3\%$  del tasso sulle operazioni di deposito della BCE), il 16 dicembre 2015 (riunione del FOMC) e il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve).

<sup>1</sup> Differenza tra l'overnight index swap (OIS) in dollari USA a un anno e l'OIS in euro a un anno o l'OIS in yen a un anno. <sup>2</sup> Differenziali dei basis swap a cinque anni rispetto al dollaro USA.

Fonte: Bloomberg.

swap si sono ampliati rispetto al dollaro, di circa 15 punti base nel caso dello yen e di 8 punti base per l'euro (diagramma di destra)<sup>5</sup>.

Con lo stress regnato nei mercati finanziari e il deterioramento delle prospettive globali, le tensioni si sono diffuse alle azioni e ai titoli di debito delle principali banche globali. Le azioni delle banche europee avevano seguito il livello generale di mercato da metà 2015, ma il gap si è ampliato nel 2016 (grafico 9, diagramma di sinistra). Anche le banche statunitensi hanno sottoperformato l'indice S&P 500 del 10% da inizio gennaio, ma le azioni giapponesi sono crollate del 15% rispetto al Nikkei dopo l'annuncio della BoJ.

Parallelamente al calo dei corsi azionari e all'ampliamento degli spread sui credit default swap (CDS), il mercato per i contingent convertible bond (CoCo) delle banche europee ha subito un notevole crollo (grafico 9, diagramma centrale). L'impatto contenuto sugli spread sul debito bancario senior indica che la dimensione o la qualità dei buffer patrimoniali non sono state la preoccupazione primaria malgrado l'ampliamento degli spread sui CDS. Ma l'eventualità che le banche europee possano dover sospendere le distribuzioni dei dividendi e i pagamenti cedolari sui CoCo ha innescato una dinamica che ha rinforzato il crollo nelle valutazioni bancarie in tutte le classi di attività (riquadro 2).

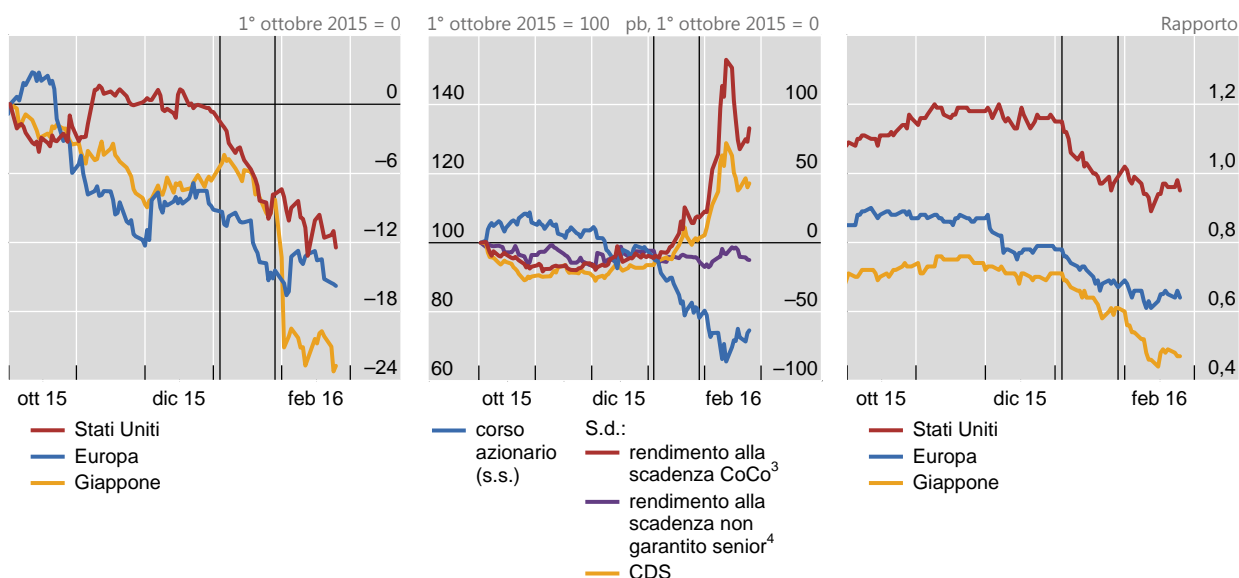
Questi sviluppi hanno spinto gli operatori del mercato a concentrarsi sulla redditività delle banche. I dubbi che nutrono i mercati sulle previsioni delle banche europee e giapponesi, in particolare, sono stati riflessi a lungo nella misura in cui i corsi azionari sono stati negoziati al di sotto del relativo valore contabile (grafico 9, diagramma di destra). I rapporti tra capitalizzazione di mercato e valore contabile

<sup>5</sup> Per i risultati in ordine alla ricostituzione della solidità finanziaria e le sfide cui devono far fronte le banche nelle economie avanzate, si veda BRI "Rischi vecchi e nuovi nel panorama finanziario", 85<sup>a</sup> Relazione annuale, giugno 2015.

Performance delle banche rispetto all'indice azionario<sup>1</sup>

Banche europee<sup>2</sup>

Rapporti tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto per il settore bancario



Le linee verticali indicano il 4 gennaio 2016 (pubblicazione del PMI manifatturiero Caixin della Cina) e il 29 gennaio 2016 (annuncio della Bank of Japan di tassi di interesse negativi sulle riserve).

<sup>1</sup> Calcolata come differenza tra i sottoindici per il settore bancario compilati da Datastream per ciascuna regione meno lo STOXX Europe 600 per l'Europa, il Nikkei 225 per il Giappone e l'S&P 500 per gli Stati Uniti. <sup>2</sup> Medie semplici di Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS e UniCredit (sulla base della disponibilità dei dati). <sup>3</sup> Rendimento a scadenza; sulla base dei contingent convertible bond (CoCo) irredimibili. <sup>4</sup> Rendimento a scadenza di obbligazioni non garantite senior il più comparabile possibile, per valuta e scadenza residua, alle CoCo selezionate.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Markit; elaborazioni BRI.

sono scesi ulteriormente durante le turbolenze, ma il gap persistente tra le banche europee e giapponesi rispetto alle omologhe statunitensi è rimasto. La riluttanza delle banche a traslare i tassi negativi sui depositanti ha contribuito alla graduale erosione nel reddito netto da interessi (riquadro 2)<sup>6</sup>. Nel contempo, il timore per gli utili bancari prospettati ha portato gli operatori del mercato a esaminare attentamente il probabile impatto di un periodo prolungato di tassi di interesse negativi sulla redditività delle banche.

All'origine di parte delle turbolenze degli ultimi mesi vi è stata una crescente percezione nei mercati finanziari secondo cui le banche centrali potrebbero aver quasi esaurito le opzioni di policy efficaci. I mercati hanno differito ulteriormente al futuro le aspettative per la ripresa di una graduale normalizzazione da parte della Fed. E nel momento in cui la BoJ e la BCE hanno manifestato la propria intenzione di prorogare l'accomodamento, i mercati hanno palesato accresciuti timori per le conseguenze indesiderate di tassi ufficiali negativi. Sullo sfondo, la crescita è rimasta deludente e l'inflazione persistentemente al di sotto degli obiettivi. I mercati erano diventati apparentemente incerti della misura integrativa che aveva sostenuto per anni le

<sup>6</sup> Per le distorsioni di prezzo correlate nei mercati dei derivati sul reddito fisso, si veda il riquadro di S. Sundaresan e V. Sushko in "Una fragile calma in attesa del rialzo della Fed", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015.

valutazioni delle attività. Con altre politiche che non hanno assunto il controllo in seguito alla crisi finanziaria, l'onere sulle banche centrali è risultato in costante crescita, ciò che ha reso sempre più difficile il loro compito.

## Le tensioni nei mercati delle obbligazioni ad alto rendimento

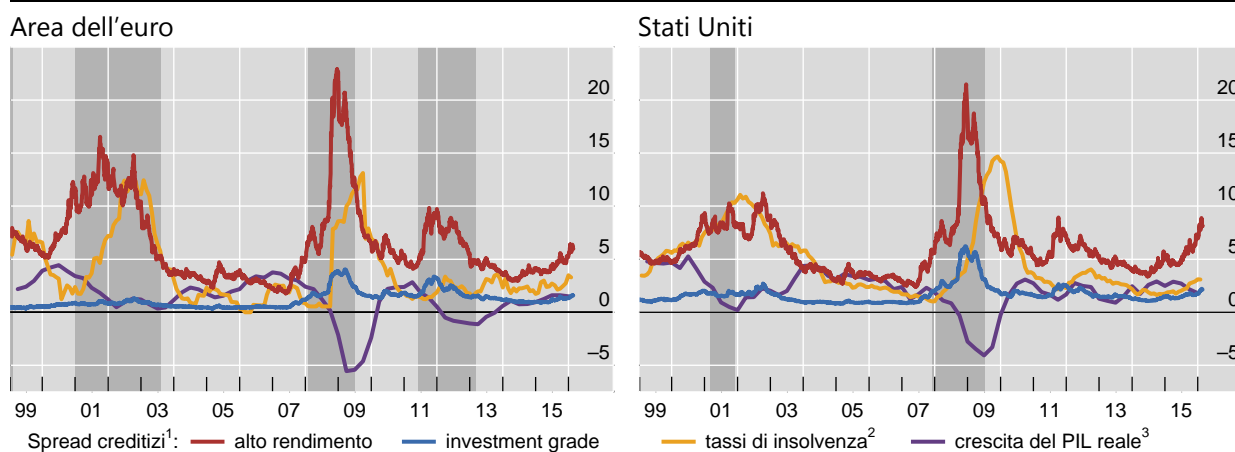
Ben Cohen e Gianpaolo Parise

Il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento è stato soggetto a forti tensioni nel 2015. L'indice BofA Merrill Lynch US High Yield ha perso il 4,6% e gli spread creditizi ad alto rendimento hanno superato il 5% in Europa e il 7% negli Stati Uniti (grafico A). Alla fine del 2015, le turbolenze dei mercati hanno interessato una serie di fondi di investimento specializzati e ingenti rimborsi degli investitori li hanno spinti a tentare di smaltire le attività illiquide in seguito al crollo dei prezzi. Nella seconda settimana di dicembre, il fondo Third Avenue Focused Credit ha sospeso l'esecuzione degli ordini di vendita degli investitori e annunciato piani per liquidare in modo ordinato l'intero portafoglio entro un anno. Nei giorni successivi agli eventi che hanno riguardato Third Avenue, altri fondi orientati all'alto rendimento, tra cui i fondi gestiti da Sunlion Capital Partners, Lucidus Capital Partners e Whitebox Advisors, hanno sospeso i rimborsi o stabilito piani per liquidare le proprie posizioni.

### Gli spread creditizi si ampliano nonostante la costante crescita

Valori percentuali

Grafico A



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione come definiti dall'OCSE (area dell'euro) e dall'NBER (Stati Uniti).

<sup>1</sup> Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di obbligazioni in moneta locale ed emesse da società finanziarie e non finanziarie. <sup>2</sup> Tassi di insolvenza su 12 mesi ponderati per emittente per prenditori con rating inferiore all'investment grade. <sup>3</sup> Tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'anno precedente del PIL trimestrale in termini reali.

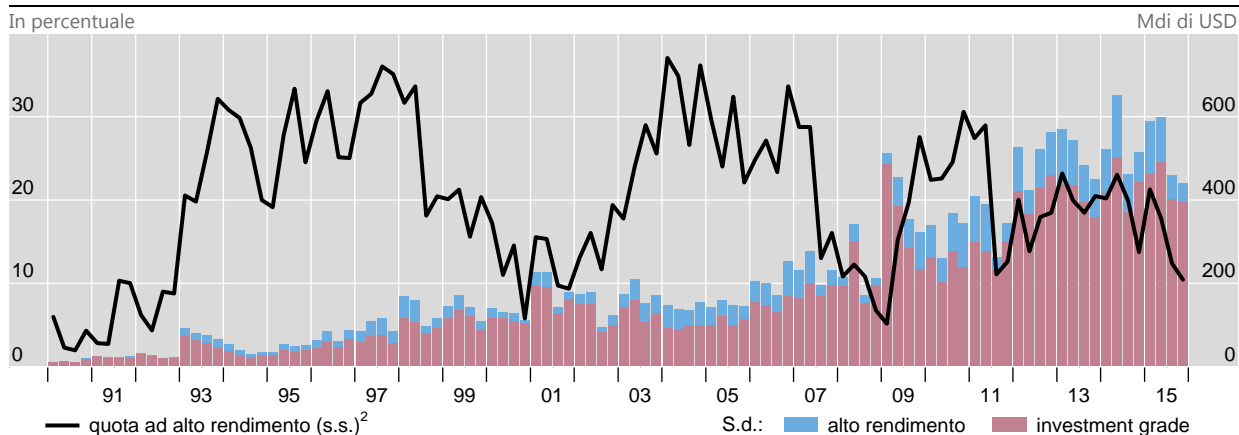
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali.

Con l'emergere delle difficoltà sul fronte della domanda del mercato, le emissioni di nuovi titoli ad alto rendimento ha rallentato. Sebbene le emissioni di obbligazioni siano rimaste sostenute, le emissioni nel segmento ad alto rendimento si sono contratte, in particolare nel secondo semestre dell'anno. Da un minimo di \$98 miliardi nel 2008, le emissioni di debito ad alto rendimento avevano superato i \$400 miliardi annui nel 2013-14, prima di scendere a \$334 miliardi nel 2015 (grafico B).

Le costanti turbolenze nel settore energetico sono fondamentali per spiegare le tensioni subite dai titoli di debito ad alto rendimento. L'indice Merrill Lynch HY Energy è crollato nel 2015, sottoperformando entrambi gli indici US Corporate High Yield ed Emerging Markets High Yield. Benché anche le crisi precedenti abbiano causato perdite consistenti sui titoli ad alto rendimento, le tensioni nel settore energetico sono specifiche al periodo più recente (grafico C). Tuttavia, una serie in aumento di insolvenze intorno alla fine del 2015 suggerisce la possibilità di fragilità di portata più ampia (grafico C, diagramma di destra).

## Diminuiscono le emissioni ad alto rendimento<sup>1</sup>

Grafico B



<sup>1</sup> Emissioni lorde di obbligazioni societarie da parte di imprese non finanziarie. <sup>2</sup> Quota delle emissioni ad alto rendimento nelle emissioni di obbligazioni societarie totali.

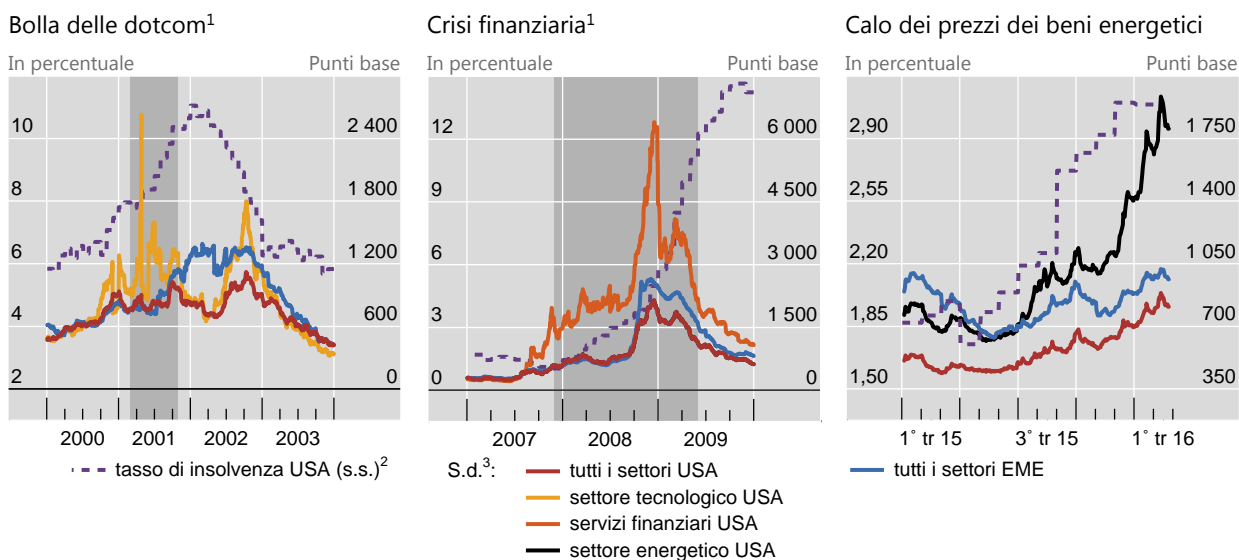
Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

Secondo un'interpretazione degli eventi recenti, le turbolenze nell'alto rendimento sono uno sviluppo isolato, riconducibile alla debolezza del settore petrolifero statunitense; secondo un'altra, si tratta di un "campanello d'allarme" che indica fragilità più diffuse. L'esperienza recente, corroborata dalla ricerca accademica, indica che i netti incrementi negli spread creditizi fungono da indicatore anticipatore di recessioni<sup>①</sup>. Questo è ciò che accade anche quando spread più ampi riflettono inizialmente tensioni specifiche ai settori: gli spread creditizi ad alto rendimento hanno

## Le dinamiche degli indici ad alto rendimento variano fra episodi

In punti base

Grafico C



<sup>1</sup> Le aree ombreggiate indicano le recessioni secondo l'NBER. <sup>2</sup> Tassi di insolvenza su 12 mesi ponderati per emittente per prenditori con rating inferiore all'investment grade. <sup>3</sup> Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di debito non sovrano.

Fonti: National Bureau of Economic Research; Bank of America Merrill Lynch; Moody's.

iniziato ad aumentare nel settore tecnologico a inizio 2000, appena prima dello scoppio della bolla tecnologica (grafico C, diagramma di sinistra), mentre gli spread ad alto rendimento del settore finanziario sono cresciuti nel 2007, prima della Grande Crisi Finanziaria (diagramma centrale). Gli spread di altri titoli a rischio in tali casi hanno iniziato ad ampliarsi solo al rallentamento dell'economia generale. Più recentemente, mentre gli spread si sono ampliati fortemente dal secondo trimestre 2015 nel settore energetico, altri spread creditizi, tra cui quelli sul debito societario dei mercati emergenti, sono aumentati più gradualmente (diagramma di destra).

① A. Estrella e G. Hardouvelis, "The Term Structure as Predictor of Real Economic Activity", *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, pagg. 555-76; A. Estrella e F. Mishkin, "Predicting US recessions: financial variables as leading indicators", *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, 1998, pagg. 45-61; e J. Faust, S. Gilchrist, J. Wright ed E. Zakrajsek, "Credit spreads as predictors of real-time economic activity: a Bayesian model-averaging approach", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 95, n. 5, 2013.

## Vendite delle azioni di banche europee

Michael Chui

I titoli delle banche europee hanno subito ricadute, più duramente nelle prime settimane del 2016. L'indice STOXX Europe 600 ha perso il 23% da inizio anno, e anche gli spread sui CDS e sui CoCo bond sono cresciuti sensibilmente (grafico 9, diagramma centrale). I timori per le prospettive del settore, in particolare con riferimento agli utili, sembrano essere stati al centro dell'attenzione degli investitori. Le flessioni dei prezzi sono state ulteriormente esacerbate dalle dinamiche dei mercati.

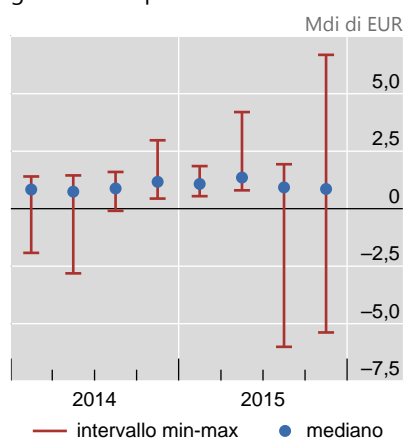
I timori degli investitori per la condizione delle banche hanno molteplici aspetti. Diverse grandi banche hanno registrato perdite ingenti o utili scarsi nel quarto trimestre 2015 (grafico D, diagramma di sinistra). Inoltre, alcune banche sono tuttora ostacolate dall'eredità di attività in sofferenza nei loro bilanci (diagramma centrale), e sono emerse nuove incertezze riguardo alla dimensione delle esposizioni dirette e indirette al settore energetico.

L'incertezza in merito alle prospettive per gli utili delle banche è stata accentuata dall'aspettativa che i tassi ufficiali negativi e i tassi di interesse eccezionalmente bassi sulla curva dei rendimenti possano prevalere più a lungo di quanto inizialmente previsto. I margini di interesse sono stati compressi, data la riluttanza delle banche a traslare i tassi negativi sui propri depositanti (grafico D, diagramma di destra). Finora le banche sembrano essere riuscite a far fronte alle sfide operative, ma ciò è una magra consolazione se i tassi dovessero scendere e rimanere negativi per un periodo troppo lungo.

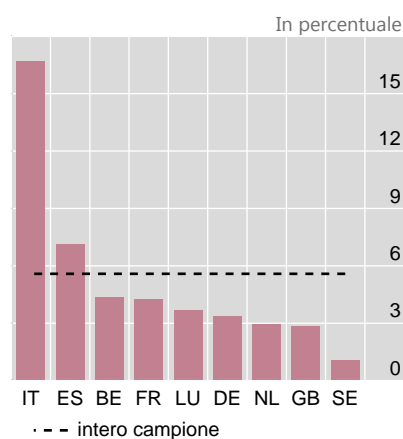
### Banche europee sotto pressione

Grafico D

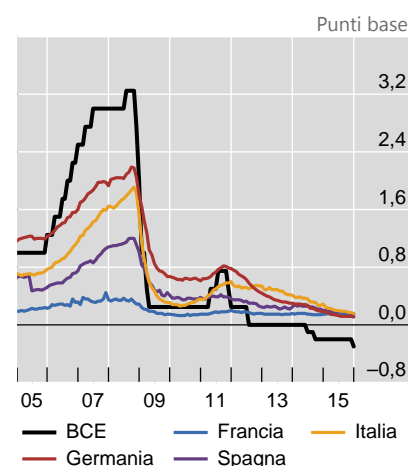
Reddito netto trimestrale di alcune banche di interesse sistemico globale europee<sup>1</sup>



Tasso dei prestiti in sofferenza di alcuni paesi europei<sup>2</sup>



Tassi di deposito overnight<sup>3</sup>



BE = Belgio; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; LU = Lussemburgo; NL = Paesi Bassi; SE = Svezia.

<sup>1</sup> Comprende BNP Paribas, Deutsche Bank, Credit Suisse, Groupe Crédit Agricole, HSBC, ING Bank, Nordea, Santander, Société Générale e UBS. <sup>2</sup> Basato sui dati dell'esercizio di trasparenza condotto nel 2015 dall'Autorità bancaria europea a livello di UE; rapporto tra prestiti in sofferenza/totale dei prestiti aggiornato al giugno 2015. <sup>3</sup> Per la BCE, il tasso di deposito delle operazioni su iniziativa delle controparti; per i singoli paesi, i tassi di deposito overnight per le società non finanziarie e le famiglie, nuove operazioni.

Fonti: Autorità bancaria europea; BCE; Thomson Reuters Eikon.



Le oscillazioni dei prezzi di titoli di banche sono state esacerbate dalle dinamiche dei mercati associate alle interazioni tra i CoCo, le azioni e i CDS. In Europa, l'imposizione della ripartizione delle perdite sui creditori junior nelle recenti delibere delle banche e il chiarimento dell'importanza dei requisiti di Tier 2 per la capacità delle banche di corrispondere i pagamenti cedolari sui CoCo potrebbero aver spostato l'attenzione degli investitori sulle potenziali fonti di incertezza.<sup>①</sup> In particolare, i timori per la probabilità della cancellazione delle cedole sui CoCo in un contesto di ingenti perdite riducono il valore di tali obbligazioni. Una cancellazione effettiva costituirebbe un evento senza precedenti per i CoCo come nuova classe di attività. Tale previsione potrebbe aver dato il via a operazioni di copertura, con i detentori di CoCo che hanno ridotto le azioni delle banche e/o acquistato una protezione creditizia a copertura di ulteriori cali dei prezzi dei CoCo, portando a un forte comovimento dei prezzi di tali strumenti. Con gli investitori nei CoCo in difficoltà e i deboli corsi azionari sono sorte domande anche sulla capacità delle banche di aumentare in futuro il capitale basato sul mercato, se necessario.

<sup>①</sup> Si veda Autorità bancaria europea, "Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions", 16 dicembre 2015.