

Un cambiamento di paradigma per i mercati?

Negli ultimi mesi i rendimenti delle obbligazioni mondiali hanno proseguito la loro marcata ascesa. Dopo aver raggiunto nuovi minimi storici durante l'estate, i principali mercati del reddito fisso hanno registrato, nel periodo sino a fine novembre, variazioni complessive dei rendimenti di portata simile a quelle osservate durante il taper tantrum tra maggio e settembre del 2013. Tuttavia, nonostante un rischio di duration a livelli record, i mercati creditizi non hanno evidenziato particolari segnali di tensione in quanto gli spread sono rimasti bassi e la volatilità contenuta.

Il rialzo dei rendimenti, inizialmente alimentato da notizie positive sul fronte macroeconomico internazionale, ha segnato una netta accelerazione dopo le elezioni presidenziali negli Stati Uniti. La reazione dei mercati obbligazionari intorno al giorno del voto è stata simile a quella osservata in occasione della prima elezione di Ronald Reagan nel 1980. Anche il vigore dei mercati azionari statunitensi ha ricordato questo evento passato, indicando l'aspettativa di una fase di espansione negli Stati Uniti e di un incremento dei profitti aziendali in virtù di un prevedibile passaggio a una politica di bilancio più espansiva, di una riduzione delle tasse e di una regolamentazione meno rigorosa. Pertanto, le probabilità scontate dai mercati di un inasprimento della politica monetaria sono aumentate negli Stati Uniti e il dollaro si è rafforzato.

Il rialzo dei rendimenti a livello mondiale e l'apprezzamento del dollaro hanno avuto un impatto negativo sulle attività delle economie emergenti (EME). Fino agli inizi di novembre le EME erano rimaste immuni agli andamenti nelle economie avanzate. In seguito, il clima di mercato è mutato considerevolmente. Nella settimana successiva alle elezioni i deflussi dalle obbligazioni e i deprezzamenti dei tassi di cambio sono stati persino più pronunciati di quelli registrati al culmine del taper tantrum.

Tuttavia, la reazione dei mercati creditizi e azionari delle EME è stata più pacata rispetto al 2013, riflettendo probabilmente un contesto economico e finanziario mutato. Negli ultimi anni si erano registrati deflussi significativi dalle EME piuttosto che afflussi regolari, il che aveva allentato le pressioni sulle valutazioni delle attività. Inoltre queste economie potrebbero trarre beneficio da un potenziale boom negli Stati Uniti. Tuttavia, i rischi permangono, in particolare alla luce dell'elevata incertezza politica in molte giurisdizioni chiave. In aggiunta, il 10% del debito societario delle EME denominato in dollari giunge a scadenza nel 2017 e ciò rischia di acuire le pressioni sui loro mercati finanziari.

I tassi di finanziamento in dollari a breve termine sono cresciuti sensibilmente, principalmente in reazione alla riforma della regolamentazione sui fondi prime del mercato monetario entrata in vigore a ottobre. Il calo del 70% dei patrimoni in gestione di questi fondi registrato a partire da ottobre 2015 e lo spostamento dei portafogli verso scadenze più brevi hanno condotto a un marcato ampliamento degli

spread Libor-OIS. Tuttavia, a differenza dei periodi precedenti caratterizzati da simili ampliamenti, ciò non ha provocato gravi perturbazioni.

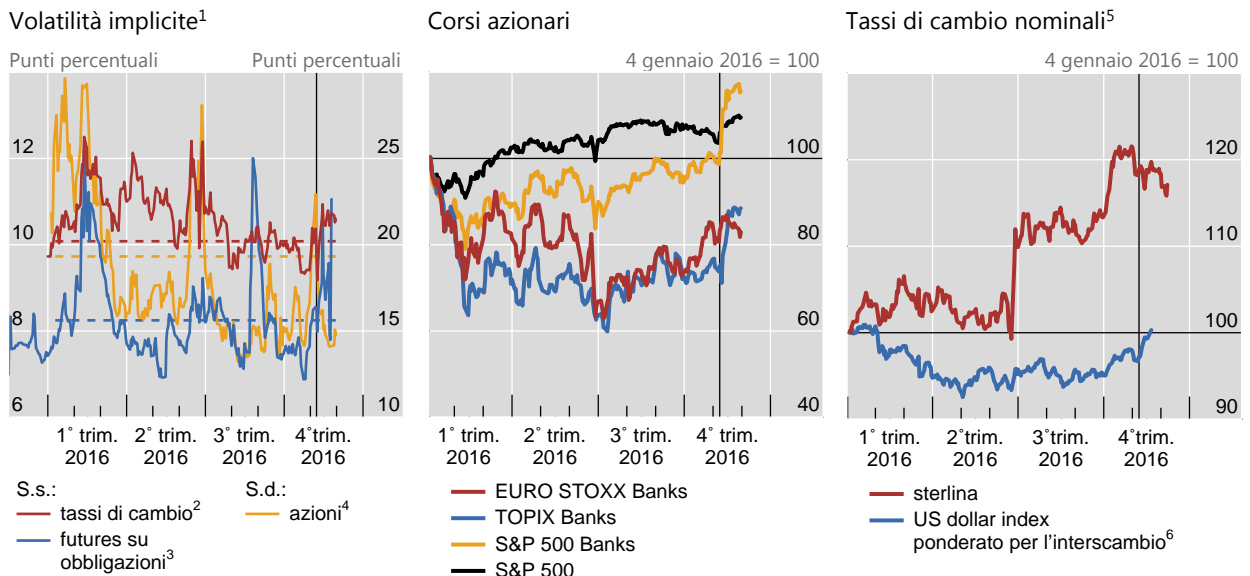
Mercati resilienti in un contesto di importanti cambiamenti delle prospettive

Nelle settimane precedenti le elezioni statunitensi, sulla scorta di notizie positive sul fronte macroeconomico, i mercati hanno continuato la loro ripresa dopo lo shock finanziario scatenato dal voto del Regno Unito sulla Brexit. La volatilità è stata pari o inferiore alle medie storiche (grafico 1, diagramma di sinistra), le azioni hanno mostrato una buona tenuta (grafico 1, diagramma centrale) e gli spread creditizi sono rimasti contenuti. Dopo aver raggiunto minimi storici durante l'estate, i rendimenti obbligazionari nelle economie avanzate hanno proseguito la loro ascesa. Gli andamenti dei mercati hanno riflesso meglio di quanto ci si aspettasse la crescita del PIL del terzo trimestre nelle economie avanzate e la pubblicazione di indici relativi al settore manifatturiero (indicatori anticipatori della crescita) che segnalavano un'espansione economica nella maggior parte dei paesi.

A inizio ottobre le aspettative crescenti di una "hard Brexit" hanno esercitato un'ulteriore pressione al ribasso sulla sterlina (grafico 1, diagramma di destra), sebbene ciò non abbia causato forti ripercussioni sui mercati finanziari mondiali.

Le elezioni statunitensi scuotono i mercati

Grafico 1

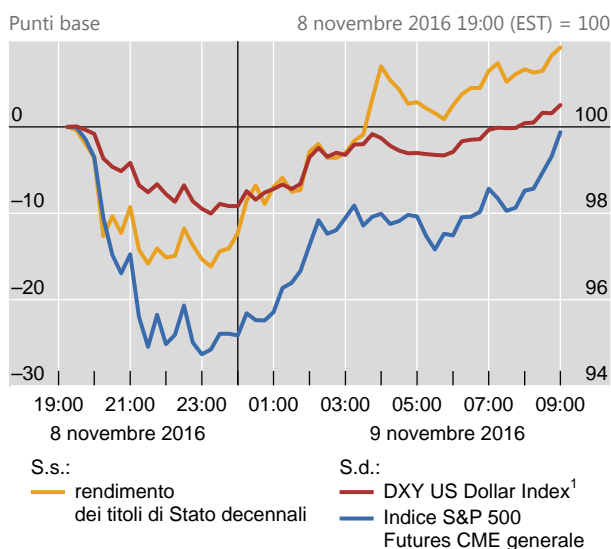


La linea verticale indica l'8 novembre 2016, giorno delle elezioni presidenziali statunitensi.

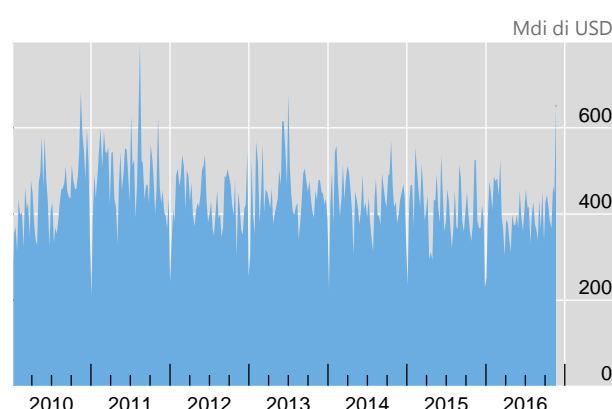
¹ Le linee orizzontali tratteggiate rappresentano medie semplici per il periodo dal 2010 a oggi per ciascuna serie della volatilità implicita. ² Indice JPMorgan VXY Global (indice ponderato per il turnover della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money a tre mesi su 23 tassi di cambio rispetto al dollaro USA). ³ 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 alle PPA. ⁴ Volatilità implicita degli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁵ Un aumento indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA. ⁶ US Dollar Index ponderato per l'interscambio: principali valute [DTWEXM]. Un aumento indica un apprezzamento del dollaro USA in termini ponderati per l'interscambio.

Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System; Bloomberg; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Prezzi durante la notte



Volume delle contrattazioni dei titoli del Tesoro USA²



¹ Indica il valore internazionale generale del dollaro USA calcolato da ICE in base ai tassi forniti da 500 banche. ² Volume giornaliero medio delle contrattazioni dei primary dealer di titoli del Tesoro USA, dati settimanali.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Bloomberg.

Persino il “flash crash” del 7 ottobre, che ha visto la sterlina perdere il 9% nei confronti del dollaro USA nello spazio di pochi secondi per poi riprendersi rapidamente, ha avuto un impatto modesto sui mercati in generale.

L’8 novembre i mercati hanno oscillato violentemente, colti di sorpresa, per la seconda volta quest’anno, dagli eventi politici. Durante la notte, via via che l’esito inatteso delle elezioni statunitensi si concretizzava, i futures sull’S&P 500 crollavano del 6%, i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi decennali scendevano di quasi 20 punti base e il dollaro si indeboliva del 2% nei confronti di un paniere di valute (grafico 2, diagramma di sinistra). Questi movimenti iniziali equivalevano approssimativamente a cinque deviazioni standard delle variazioni giornaliere dei prezzi. Tuttavia, nell’arco di poche ore questa tendenza si è più che invertita dopo che gli operatori di mercato hanno rivisto le loro opinioni sull’impatto di probabili cambiamenti nella politica economica statunitense e in seguito al conciliante discorso di ringraziamento del presidente eletto.

Nonostante le ampie oscillazioni dei prezzi durante la notte e nei giorni seguenti, i mercati si sono mostrati resilienti. La liquidità di mercato è rimasta adeguata e il volume delle contrattazioni di titoli del Tesoro statunitensi si è ampliato, superando la media di lungo periodo (grafico 2, diagramma di destra). Analogamente a quanto osservato dopo il referendum sulla Brexit, la volatilità nei mercati azionari e obbligazionari è tornata in pochi giorni ai livelli registrati prima dell’evento.

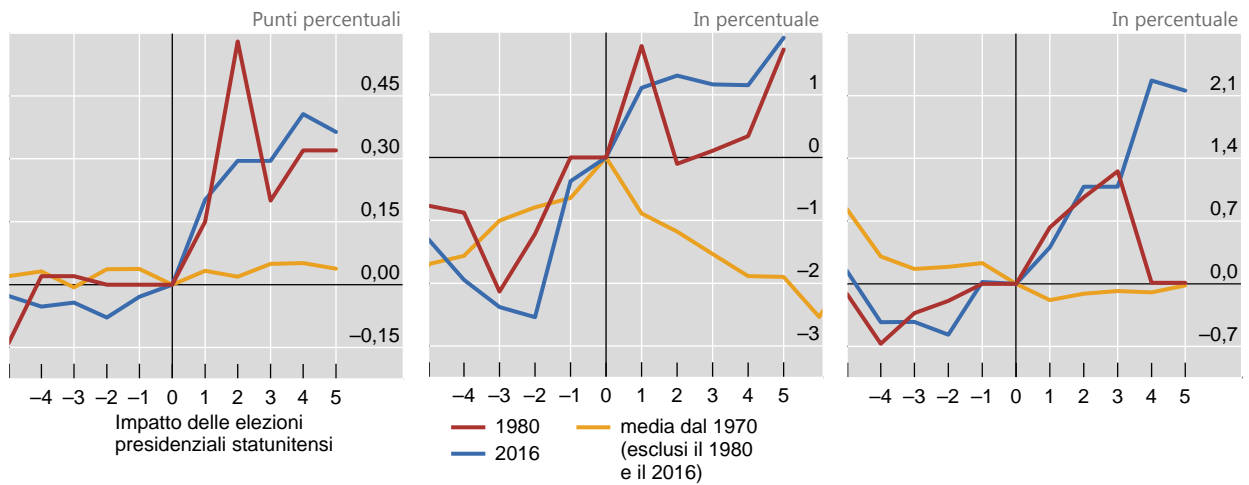
Nei giorni immediatamente successivi alle elezioni, i mercati hanno subito brusche evoluzioni. I rendimenti azionari e obbligazionari negli Stati Uniti sono ulteriormente saliti, riproducendo una dinamica già osservata in occasione dell’elezione di Ronald Reagan nel 1980 (grafico 3). Ciò fa ritenere che i mercati abbiano scontato un’accelerazione della crescita e un incremento dei profitti aziendali negli Stati Uniti in virtù delle aspettative di una politica di bilancio più espansiva, di una riduzione delle tasse e di una regolamentazione meno rigorosa. In particolare, le

La reazione dei mercati statunitensi ricorda la prima elezione del presidente Ronald Reagan¹

Grafico 3

Rendimento titolo di Stato decennale Indice S&P 500

US Dollar Index ponderato per l'interscambio



¹ Evoluzione della reazione dei mercati nei cinque giorni lavorativi precedenti e successivi ai giorni delle elezioni: 4 novembre 1980 (prima elezione di Ronald Reagan), 8 novembre 2016 (elezione di Donald Trump).

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

promesse elettorali riguardanti il lancio di un pacchetto di stimoli fiscali da \$1 000 miliardi – equivalenti a circa il 5% del PIL – e la riduzione delle imposte sui redditi delle persone fisiche e delle società sono state riaffermate, sebbene i dettagli sull’attuazione di tali programmi non siano ancora chiari. Data la prevalenza del clima di ottimismo, a fine novembre gli indici azionari statunitensi erano saliti a livelli record (grafico 1, diagramma centrale).

In vista di una regolamentazione bancaria più permissiva e di un rialzo dei tassi di interesse, le azioni bancarie statunitensi hanno sopravanzato il resto del mercato, peraltro vigoroso (grafico 1, diagramma centrale), muovendosi al rialzo ovunque, spinte dalla prospettiva di una ripresa congiunturale e di margini di interesse netti più elevati. La fase ascendente è stata fortemente sostenuta dalle aspettative di un indebolimento della legge Dodd-Frank, pietra angolare del rafforzamento della regolamentazione finanziaria varata in seguito alla Grande Crisi Finanziaria (GFC). Le azioni delle banche giapponesi hanno tratto beneficio dal miglioramento del clima, mentre i prezzi delle azioni degli istituti europei sono rimasti complessivamente stabili.

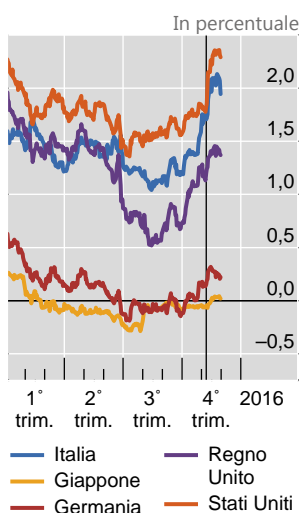
Ondate di vendite nei mercati obbligazionari

Il netto rialzo dei rendimenti dopo le elezioni statunitensi ha accentuato una tendenza in corso da metà anno (grafico 4, primo diagramma). Prima dell’8 novembre i rendimenti dei titoli del Tesoro decennali statunitensi avevano già guadagnato quasi 50 punti base rispetto ai minimi storici raggiunti agli inizi di luglio. Sono poi saliti di altri 20 punti base in reazione al risultato elettorale, registrando una variazione giornaliera non osservata dal taper tantrum del maggio-settembre 2013 e superiore al 99% delle variazioni di un’unica giornata di tale rendimento negli ultimi 25 anni. I

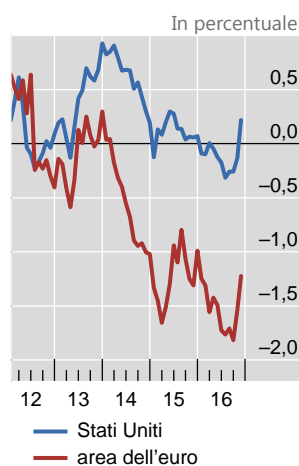
Le aspettative di un inasprimento della politica monetaria fanno salire i rendimenti

Grafico 4

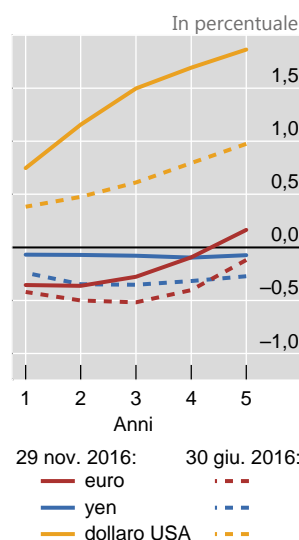
Rendimenti dei titoli di Stato decennali



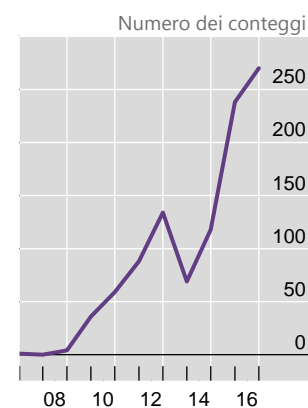
Premi a termine a dieci anni¹



Curva OIS a termine



Articoli giornalistici che mettono in discussione l'efficacia della politica monetaria²



La linea verticale indica l'8 novembre 2016, giorno delle elezioni presidenziali statunitensi.

¹ Basati su un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto – cfr. P. Hordahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the term structure of interest rates", *BIS Working Papers*, n. 228, maggio 2007; per l'area dell'euro, dati relativi al titolo di Stato francese; basati su dati preliminari per novembre 2016. ² Numero totale di articoli all'anno nelle principali testate giornalistiche che contengono le parole "inefficace", "meno efficace" o "limiti della politica monetaria" in riferimento alla Bank of Japan o alla BCE. Il valore per il 2016 è indicato in ragione annua.

Fonti: Bloomberg; Factiva; elaborazioni BRI.

rendimenti hanno in seguito proseguito la loro ascesa fino a guadagnare in totale quasi 100 punti base rispetto all'estate, con una variazione analoga a quella del taper tantrum.

Le aspettative di un inasprimento della politica monetaria e di premi a termine più elevati hanno contribuito all'incremento dei rendimenti (grafico 4, secondo diagramma). La probabilità implicita nei mercati di un rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve a dicembre è salita da poco più del 50% agli inizi del trimestre a quasi il 100% a fine novembre. I mercati hanno anche scontato un ritmo di inasprimento lievemente meno graduale, seppure al di sotto delle previsioni dei membri del Federal Open Market Committee e comunque lento rispetto ai parametri storici (grafico 4, terzo diagramma). Un ruolo rilevante è stato inoltre svolto dall'aggiustamento dei premi a termine, i quali sono stati spinti in territorio positivo dal mutamento di clima a novembre, pur rimanendo su livelli ancora molto depressi.

Ad eccezione del Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato nelle principali economie avanzate hanno riprodotto dinamiche simili a quelle dei titoli del Tesoro statunitense (grafico 4, primo diagramma). Riprendendosi dai minimi storici toccati durante l'estate, sono stati interessati da aumenti analoghi a quelli osservati durante il taper tantrum. A metà novembre i gilt britannici decennali avevano recuperato tutto il terreno perso dopo il voto sulla Brexit. Analogamente, i rendimenti dei titoli di Stato decennali europei sono saliti in media di circa 50 punti base. Come negli Stati Uniti, vi è stato un aumento sia delle aspettative di politica monetaria sia dei premi a

termine. I titoli di Stato decennali giapponesi, invece, sono lievemente calati a seguito dell'annuncio da parte della Bank of Japan, fatto il 21 settembre, della sua nuova politica di "controllo della curva dei rendimenti", per poi tornare in territorio positivo a novembre.

Oltre agli effetti diretti di contagio provenienti dal mercato dei titoli del Tesoro statunitense, un altro dei fattori all'origine del rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato in Giappone e nell'area dell'euro è stato il venir meno delle aspettative di un ulteriore allentamento monetario (grafico 4, terzo diagramma), di riflesso al miglioramento del contesto macroeconomico e alla presenza di ostacoli politici ed economici a ulteriori misure espansive. Negli ultimi anni gli osservatori di mercato hanno sempre più spesso sollevato interrogativi sull'efficacia della politica monetaria (grafico 4, quarto diagramma) e sono anche emersi timori circa le conseguenze potenzialmente nocive per il settore finanziario di tassi bassi o negativi. Inoltre, alcuni analisti si sono chiesti se la scarsità di titoli idonei possa a un certo punto ridurre la capacità delle banche centrali di mantenere i propri programmi di acquisto di obbligazioni.

Anche i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati. I mercati di Francia, Italia, Portogallo e Spagna sono stati i più colpiti, con ampliamenti dello spread nei confronti del titolo di Stato decennale tedesco di 30-60 punti base dall'estate sino a fine novembre (grafico 5, diagramma di sinistra). L'accresciuta incertezza politica sembra essere stata uno dei fattori determinanti, dato che sia l'Italia sia la Francia andranno alle urne nei mesi a venire. I risultati del referendum del 4 dicembre in Italia hanno ulteriormente rafforzato quest'incertezza politica ed economica.

L'ondata di vendite nel mercato obbligazionario causa poche ripercussioni

Grafico 5

Spread sui titoli di Stato europei¹

Sensibilità ai tassi di interesse degli indici delle obbligazioni sovrane (DV01)²

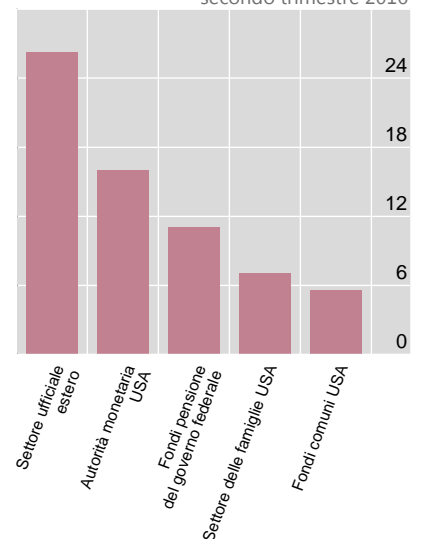
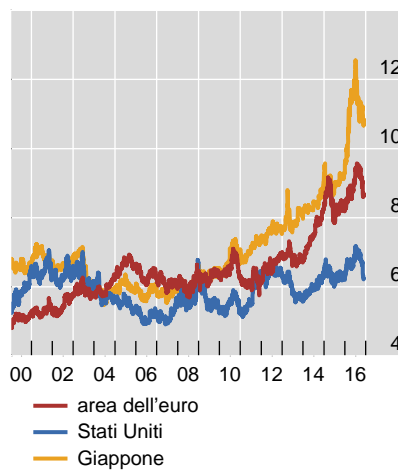
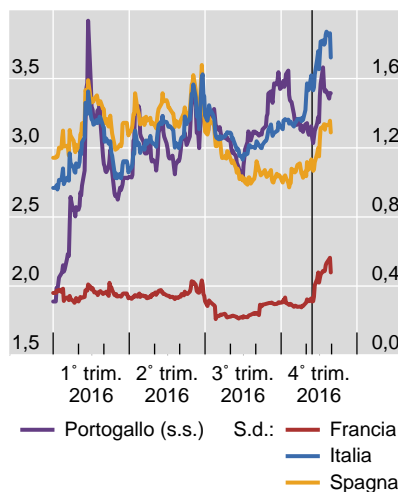
Principali detentori di titoli del Tesoro USA

Punti percentuali

Punti percentuali

Dollari USA

% del totale delle consistenze in essere del secondo trimestre 2016



La linea verticale indica l'8 novembre 2016, giorno delle elezioni presidenziali statunitensi.

¹ Spread tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni in valuta locale e il rendimento dell'omologo titolo di Stato tedesco. ² Variazione in dollari del valore dell'obbligazione per una variazione di 1 punto percentuale nel rendimento del titolo; è proporzionale al prezzo del titolo moltiplicato per la duration modificata.

Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

I mercati nelle economie avanzate si sono adeguati in maniera ordinata al rapido rialzo dei rendimenti, nonostante il rischio di duration abbia raggiunto livelli record. Sebbene i portafogli obbligazionari presentassero un'elevata sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse, misurata dalla duration (grafico 5, diagramma centrale), gli spread creditizi sono rimasti contenuti, a differenza di quanto osservato durante il taper tantrum. Da luglio a novembre gli spread negli Stati Uniti si sono addirittura ridotti raggiungendo a fine novembre livelli prossimi al loro minimo da inizio anno. Nell'area dell'euro gli spread creditizi si sono ampliati leggermente, mantenendosi tuttavia a un livello inferiore del 20% rispetto ai valori registrati dopo il voto sulla Brexit. Inoltre, la volatilità nei mercati obbligazionari è rimasta decisamente contenuta (grafico 1, diagramma di sinistra).

L'impatto limitato sui mercati dell'aumento dei rendimenti potrebbe riflettere in parte la capacità dei principali detentori di titoli di Stato di sopportare le perdite dovute alla variazione dei prezzi di mercato (grafico 5, diagramma di destra) e la presenza di scarse evidenze di effetti di retroazione negativi provenienti dalle attività di copertura. Ad esempio, circa il 40% dei titoli del Tesoro statunitensi è detenuto dalla Federal Reserve e dal settore ufficiale estero. I fondi pensione (il terzo maggiore detentore di titoli del Tesoro statunitense) e le compagnie assicurative potrebbero persino trarre beneficio da un aumento dei tassi nel medio termine, poiché un contesto di rendimenti normalizzati permetterebbe loro di ottenere più facilmente le performance promesse. Tuttavia, nel breve periodo le perdite legate alle variazioni dei prezzi potrebbero incidere sui profitti e sul capitale, in funzione dei principi contabili. Inoltre, le attività di copertura delle agenzie di emanazione governativa (government-sponsored enterprises, GSE), che hanno contribuito al periodo di turbolenza nei mercati obbligazionari nel 1994, si sono ridotte notevolmente adesso. Ciò si deve al fatto che, nell'ambito dell'allentamento quantitativo, tali agenzie hanno venduto una vasta quota dei loro portafogli alla Federal Reserve, che non fa attività di copertura sui suoi titoli¹.

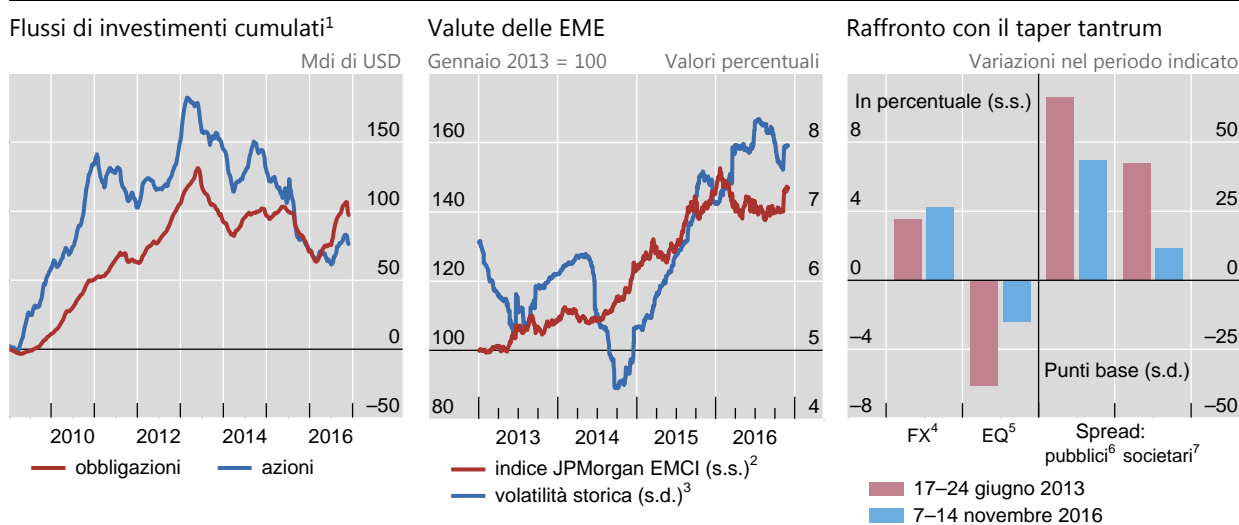
Economie emergenti sotto pressione

All'indomani delle elezioni negli Stati Uniti le EME sono state interessate da significative oscillazioni nell'umore degli investitori. Sino a fine ottobre queste economie erano rimaste perlopiù immuni ai rialzi dei rendimenti nei paesi avanzati. I mercati azionari emergenti erano rimasti stazionari e i tassi di cambio stabili, mentre gli spread creditizi erano scesi di circa 80 punti base dall'estate. Allo stesso tempo, i fondi azionari e obbligazionari delle EME avevano registrato un aumento dei patrimoni in gestione di oltre \$50 miliardi dopo il netto incremento degli afflussi agli inizi di luglio. Nel secondo e terzo trimestre erano anche proseguite a ritmo costante le emissioni di titoli di debito da parte di prenditori delle EME². Dopo le elezioni statunitensi le valute di queste economie si sono deprezzate, gli spread creditizi si sono ampliati e i mercati azionari hanno registrato ribassi.

A metà novembre i deprezzamenti dei tassi di cambio e i deflussi obbligazionari delle EME sono stati persino più pronunciati di quelli osservati al culmine del taper

¹ Per una trattazione dettagliata cfr. T. Ehler e E. Eren; "[La trasformazione dei mercati dei derivati su tassi di interesse](#)", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016, versione integrale disponibile solo in inglese.

² Cfr. "[Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali](#)", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016.



FX = tasso di cambio; EQ = indice azionario.

¹ Flussi cumulati settimanali dall'inizio del 2009; dati al 23 novembre 2016. ² Fixing del JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI). Un aumento indica un deprezzamento delle valute delle EME rispetto al dollaro USA. ³ Deviazione standard mobile a un anno delle variazioni percentuali giornaliere, in ragione annua. ⁴ Fixing del JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI); un valore positivo indica un deprezzamento delle valute delle EME rispetto al dollaro USA. ⁵ Media semplice degli indici azionari delle EME. ⁶ Indice JPMorgan EMBI Global, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). ⁷ Indice JPMorgan CEMBI, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread).

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

tantrum. Nella settimana successiva alle elezioni negli Stati Uniti le EME hanno subito il più ampio deflusso di fondi obbligazionari mai registrato in una settimana (grafico 6, diagramma di sinistra). Anche gli investitori dei mercati azionari hanno disinvestito vaste somme dai fondi (grafico 6, diagramma di sinistra). In linea con questi ingenti deflussi, la reazione dei tassi di cambio delle EME è stata più pronunciata di quella registrata nella peggiore settimana del taper tantrum (grafico 6, diagramma di destra).

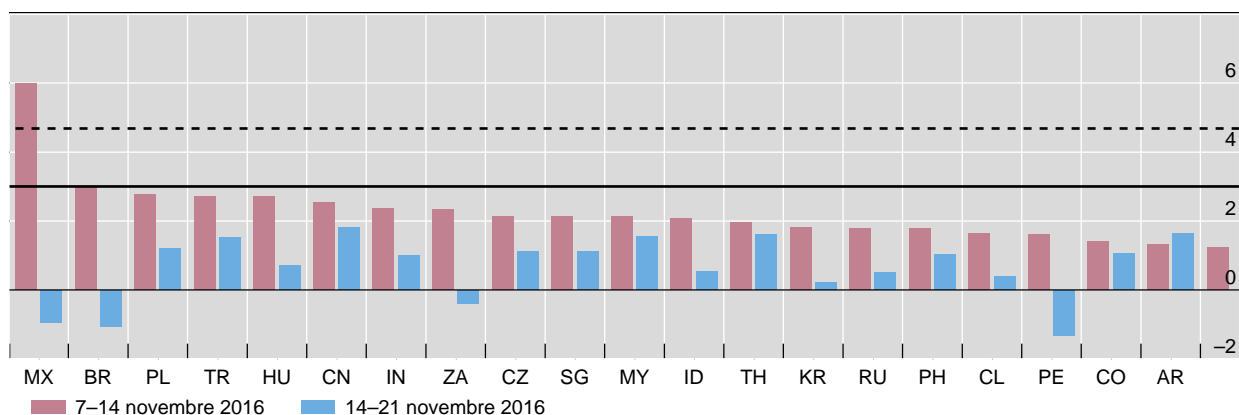
Le oscillazioni dei tassi di cambio si sono verificate sulla scia di una volatilità del mercato dei cambi molto maggiore e di un dollaro più forte rispetto al 2013. Alla fine del terzo trimestre 2016 la volatilità delle valute delle EME era già superiore del 40% rispetto ai livelli minimi del periodo successivo alla crisi finanziaria osservati all'inizio del taper tantrum (grafico 6, diagramma centrale). Negli ultimi due anni, la volatilità è aumentata costantemente a fronte del rafforzamento del dollaro. Dal maggio 2014 fino al picco del gennaio 2016 il dollaro si era apprezzato di oltre il 40% nei confronti di un paniere di valute delle EME.

I movimenti dei tassi di cambio dopo le elezioni statunitensi sono stati ampi ma non estremi se si tiene conto di questo aumento della volatilità generale del mercato. Per tutte le EME, a eccezione del Messico, la variazione settimanale intorno al giorno del voto è stata inferiore a tre deviazioni standard delle variazioni settimanali (grafico 7), nettamente al di sotto delle oltre 4,5 deviazioni standard di giugno 2013, al culmine del taper tantrum. Inoltre, nella seconda settimana successiva al voto i mercati valutari si sono stabilizzati dopo l'intensa scossa iniziale. E nonostante la continua e generale pressione al rialzo sul dollaro, diverse valute delle EME hanno recuperato un po' del terreno perso durante la settimana elettorale, in particolare in America latina. Nonostante le recenti oscillazioni, a fine novembre i livelli di gennaio

Le elezioni statunitensi provocano oscillazioni dei tassi di cambio inferiori a tre deviazioni standard¹

Variazioni dei tassi di cambio bilaterali nominali rispetto al dollaro USA

Grafico 7



La linea continua orizzontale corrisponde al valore tre. La linea orizzontale tratteggiata indica la variazione del fixing del JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI) rapportata alla volatilità effettiva nel periodo 17-24 giugno 2013 (taper tantrum).

¹ Variazioni del tasso di cambio nominale rispetto al dollaro USA nel periodo corrispondente rapportate alla volatilità effettiva. La volatilità è calcolata come la deviazione standard delle variazioni di prezzo giornaliere su un orizzonte di un anno alla fine della settimana precedente l'evento corrispondente (per le elezioni statunitensi, il 4 novembre 2016; per il taper tantrum, il 14 giugno 2013). Un valore positivo indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

2016 non erano ancora stati superati né dal paniere del dollaro né dalla maggior parte dei tassi bilaterali.

Questo autunno la reazione dei mercati delle EME non è stata provocata da squilibri interni, com'era invece avvenuto durante il taper tantrum. Ad esempio, tra maggio e settembre 2013 gli investitori avevano penalizzato principalmente i paesi caratterizzati da una rapida espansione del credito e da ampi disavanzi correnti³. Questi fattori non sono intervenuti nel recente episodio (grafico 8, diagrammi centrale e di destra). Allo stesso modo, i legami commerciali con gli Stati Uniti non sembrano aver condotto a fluttuazioni in generale, nonostante i timori riguardanti la possibilità di un maggiore protezionismo nel paese (grafico 8, diagramma di sinistra). La relazione statistica tra l'esposizione commerciale verso gli Stati Uniti e il deprezzamento della valuta è rilevante solo a causa del peso messicano⁴, che è stato il più colpito, perdendo il 12% in una settimana, a indicazione dei timori relativi a possibili cambiamenti non solo a livello commerciale ma anche delle politiche di immigrazione degli Stati Uniti.

Anche la reazione dei mercati creditizi e azionari delle EME, più pacata, è stata diversa rispetto al 2013, riflettendo probabilmente un contesto economico e finanziario mutato (grafico 6, diagramma di destra). Il taper tantrum era stato all'origine di un improvviso deflusso di capitali dalle EME dopo un lungo periodo di forti afflussi iniziato nel 2009 (grafico 6, diagramma di sinistra). Tra il 2013 e il 2015 i

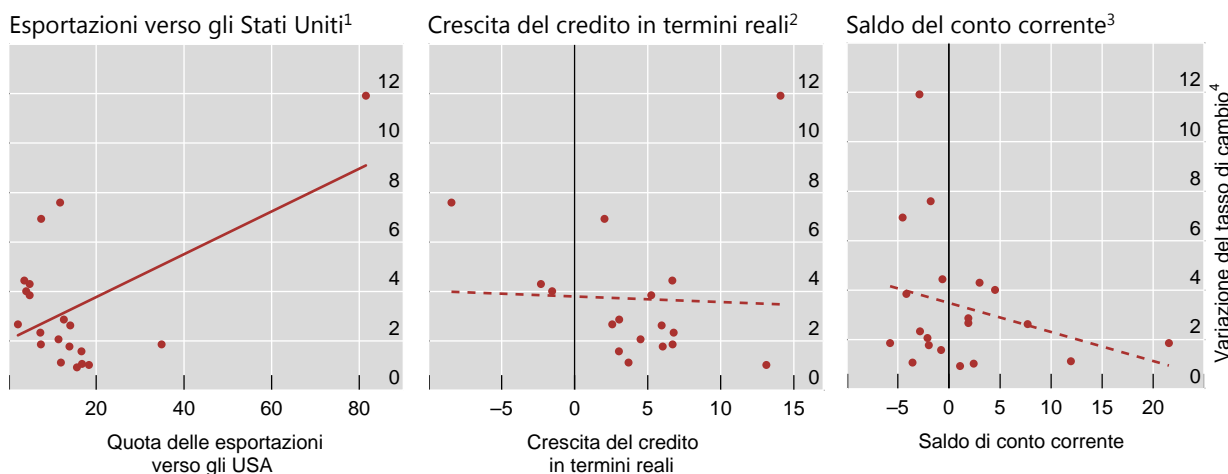
³ Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, *84ª Relazione annuale, Riquadro II.A*, giugno 2014.

⁴ I risultati statistici sono validi perché utilizzano diverse misure di esposizione commerciale verso gli Stati Uniti, come il peso specifico degli Stati Uniti nel tasso di cambio ponderato per l'interscambio commerciale o una misura che identifica le relazioni commerciali dirette e indirette, in base a R. Auer, A. Levchenko e P. Sauré, "International inflation spillovers through input linkages", BRI, mimeo, 2016.

Poche determinanti comuni delle oscillazioni dei tassi di cambio delle EME

In percentuale; statistiche più recenti disponibili

Grafico 8



Una retta di regressione continua (tratteggiata) indica una relazione significativa (non significativa) a un livello del 5%.

¹ In percentuale delle esportazioni totali. La retta di regressione non è significativa se si esclude il Messico dal campione. ² Crescita sull'anno precedente. ³ In percentuale del PIL; dati in ragione annua. ⁴ Un valore positivo indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA nel periodo 7-14 novembre 2016.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

fondi delle EME avevano subito enormi deflussi – equivalenti a circa il 60% degli afflussi registrati prima del taper tantrum – sulla scia del deprezzamento dei tassi di cambio e della loro maggiore volatilità, oltre che dell'indebolimento delle prospettive. Negli ultimi anni il credito è stato erogato a tassi fissi con scadenze relativamente lunghe, cosa che ha ridotto il rischio di immediate spirali negative. La reazione più ottimistica dei mercati creditizi e azionari potrebbe inoltre aver rispecchiato il fatto che in futuro le EME potrebbero trarre beneficio dai cambiamenti attesi nella crescita statunitense.

Nonostante la reazione relativamente composta dei mercati creditizi a novembre, le incertezze a cui devono far fronte le EME incombono minacciose. Le vulnerabilità sono di natura sia interna sia esterna. Sul piano esterno, all'indomani delle elezioni statunitensi, i prezzi delle attività delle EME scontavano le nuove prospettive di un boom negli Stati Uniti, di rendimenti mondiali più elevati, di un dollaro più forte e della possibile ostilità nei confronti del libero scambio. I trade-off tra questi diversi canali possono cambiare rapidamente, in particolare data l'elevata incertezza politica. Le dinamiche del mercato potrebbero essere influenzate anche dalle persistenti vaste esposizioni storiche dei fondi delle EME. Inoltre, quasi il 10% del debito societario delle EME denominato in dollari giunge a scadenza nel 2017. Ciò significa che circa \$120 miliardi di debiti dovranno essere rinnovati o rimborsati, cosa che rischia di aggiungere ulteriori pressioni su queste economie. Sul piano interno, varie EME si trovano ancora ad affrontare squilibri relativi ai recenti periodi di rapida espansione del credito⁵.

⁵ Cfr. "Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016.

Le riforme provocano il rialzo dei costi del finanziamento in dollari

A ottobre i mercati finanziari mondiali sono arrivati al termine di una fase di aggiustamento durata un anno in relazione a un importante cambiamento nell'attività di intermediazione della raccolta bancaria all'ingrosso. Il 14 ottobre è entrata in vigore negli Stati Uniti una serie di riforme regolamentari riguardanti i fondi prime del mercato monetario, una fonte importante di finanziamento a breve in dollari per le banche del mondo intero. Nel settembre del 2008 le corse al disinvestimento da questi fondi erano state al centro della fase più acuta della Grande Crisi Finanziaria. Le norme della Securities and Exchange Commission statunitense impongono adesso che i fondi monetari prime istituzionali – che investono in un insieme di obbligazioni del settore pubblico e privato – adottino una struttura a valore patrimoniale netto variabile. Inoltre, i fondi sono ora autorizzati a imporre commissioni antidiluzione (*liquidity fee*) e sospensioni dei rimborsi (*redemption gate*) in caso di significativi aumenti dei deflussi.

Da ottobre 2015 l'anticipazione di queste nuove regole ha condotto a una riduzione delle dimensioni dei fondi prime di quasi il 75%. In termini assoluti, i patrimoni totali di questi fondi sono diminuiti di oltre \$1 000 miliardi (grafico 9, primo diagramma). Allo stesso tempo, i patrimoni gestiti da fondi del mercato monetario che investono unicamente in titoli pubblici o in pronti contro termine e non sono soggetti alla nuova regolamentazione sono aumentati di un importo analogo.

La rapida contrazione delle masse in gestione ha spinto i fondi prime a tagliare i finanziamenti alle banche del mondo intero, con una riduzione particolarmente elevata per le banche in Canada, Francia e Giappone. Da ottobre il credito fornito da questi fondi alle istituzioni finanziarie di ognuno di questi tre paesi è sceso nel complesso di circa \$130 miliardi, pari a non meno di una flessione del 70% del finanziamento in dollari a breve termine ottenuto tramite gli FMM prime (grafico 9, secondo diagramma).

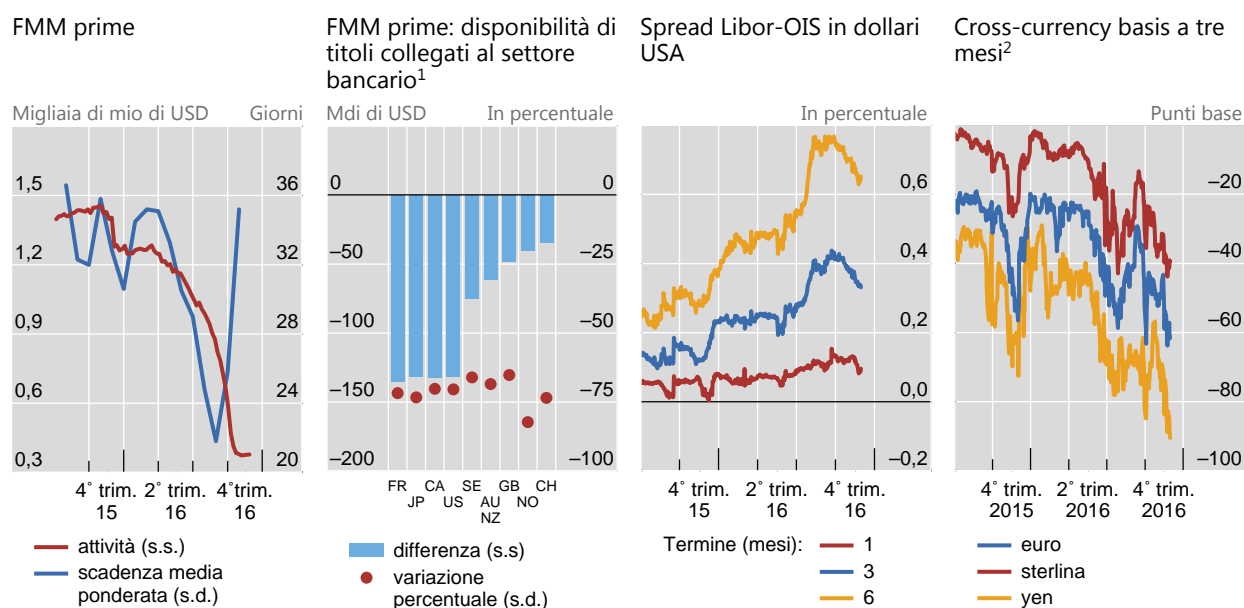
Inoltre, per disporre di una flessibilità sufficiente in caso di rapidi disinvestimenti, i fondi prime del mercato monetario hanno accorciato le scadenze delle loro attività. Ad agosto 2016 avevano ridotto la scadenza media ponderata dei loro investimenti a quasi 20 giorni dai circa 36 giorni dell'ottobre 2015 (grafico 9, primo diagramma). Da questo minimo le scadenze erano poi tornate ai loro livelli iniziali a fine ottobre 2016.

Questi aggiustamenti di portafoglio hanno provocato un marcato aumento dei costi della raccolta a breve termine in dollari, specie per le passività con scadenze relativamente più lunghe (grafico 9, terzo diagramma). In media, a novembre di quest'anno, lo spread Libor-OIS in dollari USA a un mese era superiore di 5 punti base rispetto a ottobre 2015, mentre i differenziali medi Libor-OIS in dollari USA a tre e a sei mesi erano saliti rispettivamente di 20 e 36 punti base. Anche i costi delle fonti alternative di raccolta in dollari, come gli spread sui cross-currency basis swap (che si aggiungono ai costi di emissione in una valuta diversa dal dollaro e a quelli dello scambio dei proventi in dollari), sono cresciuti, segnalando la presenza di anomalie in questo mercato (grafico 9, quarto diagramma)⁶.

⁶ Per un esame più approfondito, cfr. C. Borio, V. Sushko, R. McCauley e P. McGuire (2016); [“The failure of covered interest parity: FX hedging demand and costly balance sheets”](#), *BIS Working Papers*, n. 590, ottobre 2016; e S. Avdjiev, W. Du, C. Koch e H.S. Shin, [“The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity”](#), *BIS Working Papers*, n. 592, novembre 2016.

I tassi del finanziamento in dollari aumentano con l'entrata in vigore della riforma sui fondi del mercato monetario (FMM)

Grafico 9



¹ Variazioni nel periodo tra fine ottobre 2015 e fine ottobre 2016. ² Spread dei basis swap a tre mesi rispetto al dollaro USA.

Fonti: Securities and Exchange Commission statunitense; Investment Company Institute; Bloomberg.

Questo aumento significativo degli spread Libor-OIS ha avuto scarse ripercussioni sui mercati finanziari in generale. Precedenti episodi di ampliamento degli spread durante la Grande Crisi Finanziaria e la crisi europea del debito sovrano erano stati provocati dal deterioramento del merito di credito delle banche e avevano condotto a un inasprimento più generalizzato delle condizioni finanziarie. L'attuale aumento degli spread, invece, è principalmente dovuto a cambiamenti nella regolamentazione. I prenditori che si finanziavano mediante fondi del mercato monetario hanno cercato finanziamenti tramite altri veicoli e mercati. Ad esempio, dall'inizio dell'anno le banche canadesi hanno aumentato le emissioni nette di titoli di debito internazionali a lungo termine di oltre \$20 miliardi dall'inizio dell'anno (cfr. grafico 5, "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016). Ciò detto, l'ampliamento degli spread ha comunque avuto un impatto sui costi di indebitamento delle imprese e delle famiglie che hanno preso denaro in prestito a tassi collegati al Libor.