

Le prospettive positive in un contesto di bassa inflazione alimentano l'assunzione di rischio

La politica monetaria è tornata rapidamente al centro dell'attenzione nei mercati finanziari mondiali. A fine giugno, gli operatori hanno interpretato i discorsi del Presidente della BCE e del Governatore della Bank of England come possibili segnali dell'inizio di un inasprimento più generalizzato nelle principali economie avanzate al di là degli Stati Uniti. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno segnato un'impennata, ridiscendendo tuttavia poco tempo dopo in risposta a dati indicanti un'inflazione modesta e a dichiarazioni delle banche centrali, percepite dagli investitori come più accomodanti. Inoltre, la bassa inflazione realizzata ha spinto i mercati ad anticipare anche un percorso ancora più graduale nell'inasprimento della politica monetaria statunitense rispetto agli inizi di giugno.

Sospinti dal ridimensionamento delle aspettative di una stretta monetaria negli Stati Uniti e dalle notizie macroeconomiche positive, i mercati mondiali hanno segnato un netto rialzo. Le azioni statunitensi hanno raggiunto nuovi massimi storici in agosto e quelle dei mercati emergenti hanno messo a segno progressi significativi. Gli spread delle obbligazioni societarie si sono attestati su livelli pari o prossimi ai minimi osservati dagli inizi del 2008. I livelli di volatilità sia realizzata sia implicita in tutte le principali classi di attività, e nei mercati obbligazionari in particolare, sono stati contenuti. Il MOVE, una misura della volatilità implicita nel mercato dei titoli del Tesoro statunitense, ha raggiunto nuovi minimi storici. A metà agosto, le volatilità sono aumentate a causa dell'acuirsi dei rischi politici negli Stati Uniti e dell'accentuarsi delle tensioni geopolitiche relative alla Corea del Nord. Agli inizi di settembre, pur a fronte di tensioni politiche rimaste elevate, le volatilità sono tornate su livelli bassi.

Il cambiamento di scenario per la futura evoluzione della politica monetaria e la maggiore incertezza sulla politica statunitense hanno esercitato notevoli pressioni al ribasso sul dollaro USA. Inoltre, le notizie macroeconomiche sono state migliori del previsto a livello mondiale, mentre sono state percepite come deludenti negli Stati Uniti, il che ha determinato un deprezzamento del dollaro nei confronti di tutte le principali valute delle economie avanzate ed emergenti. La divisa statunitense ha perso terreno soprattutto rispetto all'euro, dato il miglioramento delle prospettive economiche nell'area dell'euro e i segnali delle autorità monetarie.

Il basso livello della volatilità e il deprezzamento del dollaro hanno alimentato una fase di propensione al rischio, caratterizzata da un maggiore interesse degli

investitori per le attività dei mercati emergenti a seguito degli elevati rendimenti prodotti dalle operazioni di carry trade. Gli investitori azionari hanno utilizzato volumi record di debiti a margine per accrescere il grado di leva dei loro investimenti, nonostante i rapporti prezzo/utigli indicassero una possibile sopravvalutazione rispetto alle medie storiche. Vi sono stati inoltre segnali di ricerca di rendimento nei mercati dei titoli di debito: i volumi di emissione nei mercati dei prestiti ad alto grado di leva ("leveraged loan") e in quelli delle obbligazioni ad alto rendimento sono saliti, mentre gli standard delle clausole contrattuali si sono allentati.

Prospettive più favorevoli e un'inflazione sottotono spingono al rialzo i mercati

La politica monetaria ha dominato la scena alla fine di giugno. Gli operatori di mercato hanno interpretato un discorso del Presidente della BCE del 27 giugno come il segnale di un prossimo ridimensionamento dell'allentamento quantitativo (il cosiddetto "tapering") nell'area dell'euro. Nell'arco di tre giorni i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni sono saliti di oltre 20 punti base (grafico 1, diagrammi di sinistra e centrale). Il 28 giugno il Governatore della Bank of England ha accennato a possibili rialzi dei tassi, facendo aumentare i rendimenti decennali britannici di 25 punti base.

I rendimenti a lungo termine sono saliti in tutto il mondo in previsione della fine della politica monetaria ultraespansiva nelle principali economie avanzate al di là degli Stati Uniti. La prospettiva di un inasprimento simultaneo ha scosso i mercati.

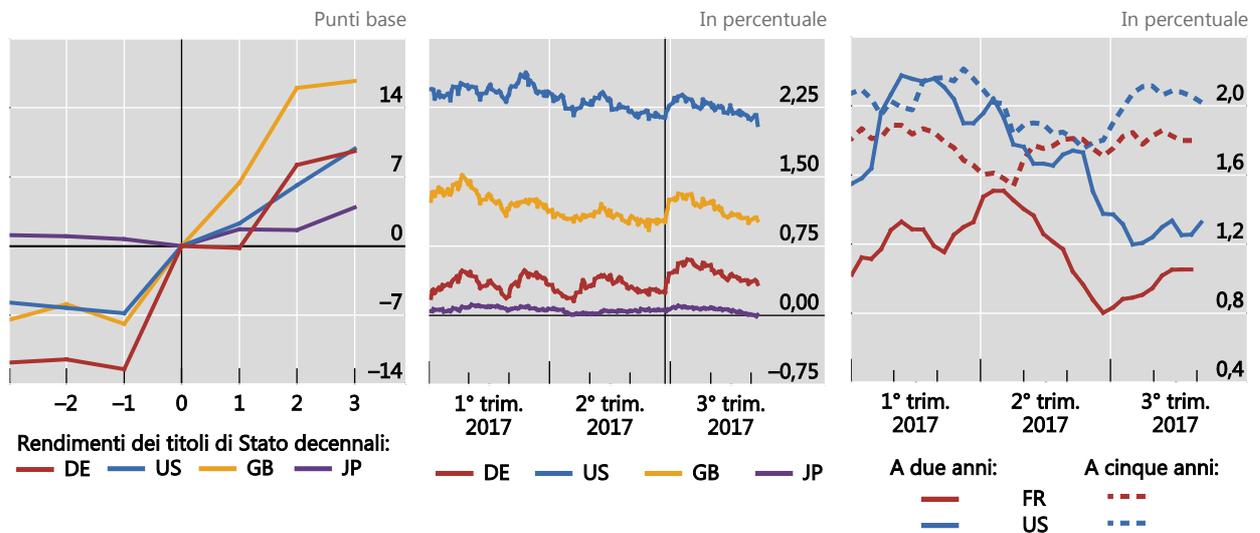
Riflettori puntati sulla politica monetaria

Grafico 1

Variazione dei rendimenti in corrispondenza della data del Forum della BCE a Sintra¹

Rendimenti dei titoli di Stato decennali

Aspettative sull'inflazione di pareggio ricavate dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione



La linea verticale nel diagramma centrale indica il 27 giugno 2017 (Forum on Central Banking della BCE, Sintra).

¹ Il 27 giugno 2017 corrisponde al valore zero sull'asse delle ascisse; gli altri valori su tale asse corrispondono al numero di giorni prima/dopo il 27 giugno 2017.

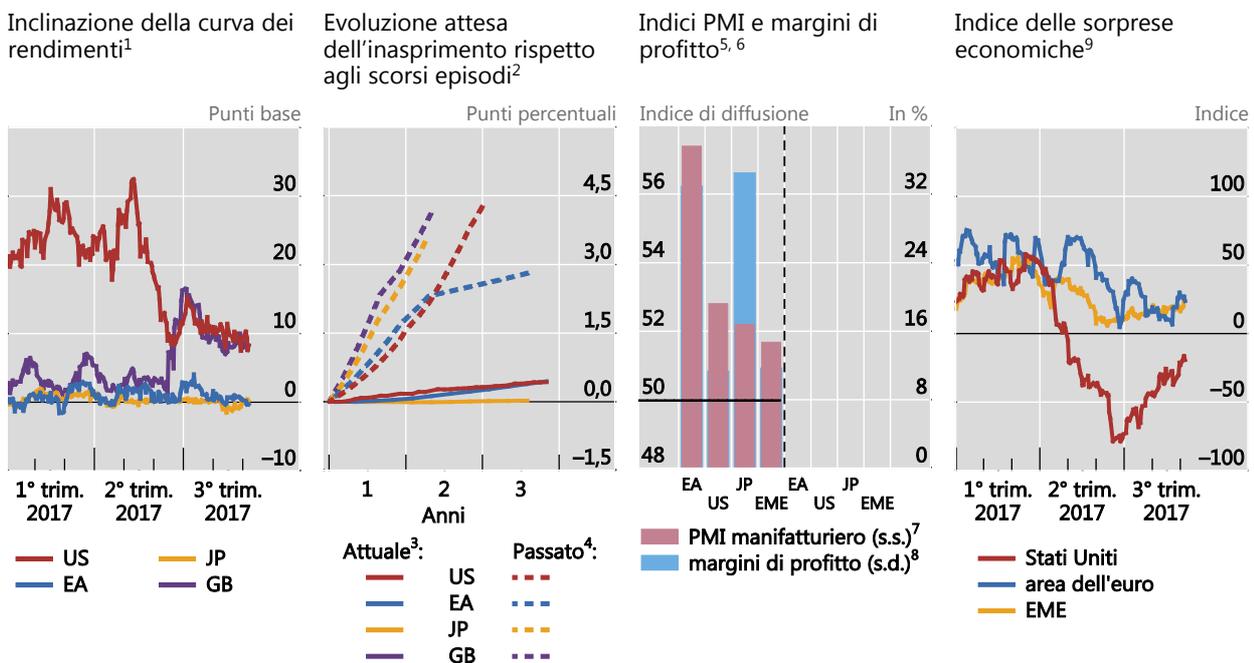
Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

L'aumento dei rendimenti a livello internazionale si è arrestato in seguito agli ulteriori annunci delle banche centrali e al fatto che l'aumento dell'inflazione non si è verificato. Le modeste pressioni sui salari, nonostante l'irrigidimento dei mercati del lavoro, hanno contribuito a un'inflazione complessiva contenuta negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, pari rispettivamente all'1,7 e 1,3% a luglio. La bassa inflazione si è tradotta in aspettative inflazionistiche modeste (grafico 1, diagramma di destra), che sono state ulteriormente depresse negli Stati Uniti dal venir meno delle prospettive di ingenti misure di stimolo fiscale. In Giappone, l'inflazione è rimasta prossima allo zero e dopo il 20 luglio, quando la Bank of Japan ha rinviato i tempi ipotizzati per il raggiungimento del suo obiettivo di inflazione, le aspettative inflazionistiche sono variate poco.

In questo contesto gli operatori hanno anticipato un inasprimento più graduale, in particolare negli Stati Uniti. Nonostante un modesto incremento dopo il discorso del Presidente della BCE, le aspettative di rialzo dei tassi nell'area dell'euro e in Giappone sono rimaste su livelli minimi (grafico 2, primo diagramma). A giugno le quotazioni di mercato avevano già incorporato un ritmo di inasprimento molto più graduale che nei precedenti episodi negli Stati Uniti e nel Regno Unito (grafico 2, secondo diagramma). Anche se gli eventi di fine giugno hanno fatto salire in qualche misura le aspettative di innalzamento dei tassi, l'"inflazione mancante" ha

Si riducono le aspettative di un inasprimento della politica monetaria nonostante prospettive molto favorevoli

Grafico 2



EA = qui area dell'euro.

¹ Differenza tra i tassi degli overnight index swap a un anno e a un mese. ² Per gli Stati Uniti, future a 30 giorni sui federal fund; per l'area dell'euro, Euribor a tre mesi; per il Giappone, Tibor in euroyen a tre mesi; per il Regno Unito, sterlina britannica a 90 giorni. ³ Al 6 settembre 2017. ⁴ Dall'inizio dell'inasprimento della politica monetaria. Episodi di normalizzazione (media degli episodi, ove applicabile): per l'area dell'euro, 1999-2000 e 2005-08; per il Giappone, 1989-90; per il Regno Unito, 1988-89, 2003-04 e 2006-07; per gli Stati Uniti 1987-89, 1994-95, 2004-06 e 2015-17. ⁵ Un valore di 50 indica che il numero di imprese che segnalano un'espansione dell'attività è uguale a quello delle società che indicano una contrazione; un valore superiore a 50 indica un'espansione. ⁶ Valori per luglio 2017. ⁷ Per le economie emergenti, media ponderata basata sul PIL e sui tassi di cambio PPA di BR, CN, IN, MX, RU e TR. ⁸ Crescita dei margini di profitto da luglio 2016 a luglio 2017. Per le economie emergenti, paesi inclusi nell'indice MSCI EM. ⁹ Indice delle sorprese economiche di Citigroup.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

nuovamente appiattito le curve dei rendimenti. Di conseguenza, negli Stati Uniti la probabilità implicita nel mercato di almeno un rialzo dei tassi entro un anno è scesa dal 60% di inizio luglio a circa il 30% a inizio settembre. I rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato un calo costante e quelli statunitensi hanno raggiunto livelli che non si osservavano dal novembre 2016.

Nonostante un'inflazione modesta nelle economie avanzate, lo scenario macroeconomico mondiale è stato favorevole. Gli osservatori definiscono un simile contesto come uno scenario alla "Riccioli d'Oro", in cui l'economia non è "né troppo calda, né troppo fredda, ma esattamente al punto giusto".

L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), un indicatore anticipatore dell'attività economica, ha segnalato una prosecuzione dell'espansione nelle economie avanzate (grafico 2, terzo diagramma). In Giappone, i margini di profitto sono saliti rapidamente. L'economia è cresciuta nel secondo trimestre a un ritmo annualizzato del 4%, il più rapido da oltre due anni, superando ampiamente le aspettative.

Le prospettive economiche per l'area dell'euro sono state particolarmente positive. La regione ha registrato infatti il più basso tasso di disoccupazione da nove anni e l'indice PMI relativo al settore manifatturiero è aumentato ai livelli massimi dal 2011. Il clima di fiducia nell'area ha superato persino i livelli pre-crisi. I margini di profitto delle società europee hanno parimenti registrato una crescita sostenuta (grafico 2, terzo diagramma), anche se la redditività complessiva di queste ultime è rimasta inferiore a quella delle imprese statunitensi o dei mercati emergenti. Le prospettive positive sono state ulteriormente corroborate dai progressi nel risanamento dei bilanci bancari (Riquadro A) e dalla riduzione dell'incertezza politica seguita alle elezioni presidenziali e parlamentari in Francia.

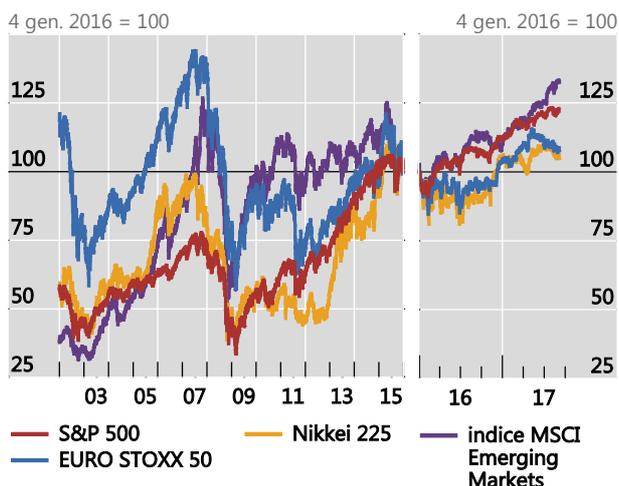
Negli Stati Uniti, i dati macroeconomici sono stati molto positivi, ma l'andamento dell'economia non è stato all'altezza delle aspettative del mercato. A luglio la disoccupazione nel Paese è scesa a livelli che non si osservavano dal 2001. Al contempo, l'indice delle sorprese economiche di Citigroup ha raggiunto il minimo dal 2011, segnalando un disallineamento tra i dati economici e le aspettative del mercato (grafico 2, quarto diagramma). Ciò detto, i margini di profitto in aumento e migliori delle aspettative hanno favorito i mercati azionari.

Gli investitori sono stati inoltre sorpresi positivamente dalle notizie macroeconomiche provenienti dai mercati emergenti. I margini di profitto aziendali sono aumentati e, sebbene le prospettive non fossero così ottimistiche come per le economie avanzate, gli indici PMI hanno indicato un'espansione macroeconomica per le principali economie emergenti. La crescita in Cina ha registrato una tenuta inattesa, attestandosi a circa il 7% nel secondo trimestre, e fornendo un impulso significativo alla fiducia dei mercati.

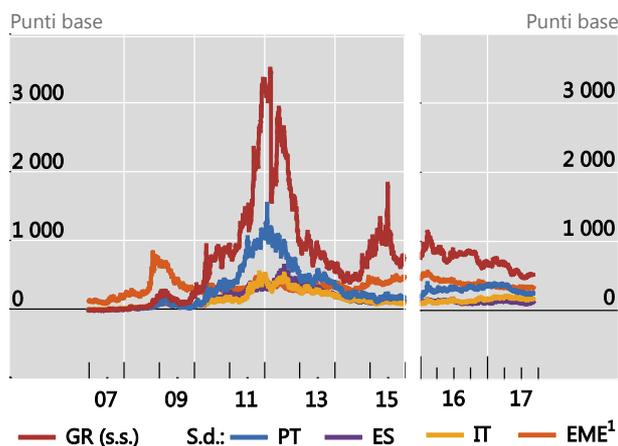
I timori degli operatori per i rischi connessi alla stabilità finanziaria in Cina si sono parimenti dissipati. All'inizio dell'anno, gli ingenti deflussi di capitale e la rapida diminuzione delle riserve valutarie avevano generato nervosismo sui mercati, in un contesto di persistente crescita del credito aggregato e di rapporti credito/PIL elevati¹. Da allora l'espansione del credito è rallentata, anche se i prezzi delle abitazioni continuano a salire, in parte sotto la spinta delle società di sviluppo

¹ Per un'ulteriore discussione sull'andamento del credito e sugli indicatori di allerta precoce dei rischi di crisi finanziarie in Cina si vedano gli "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali" in questa edizione della Rassegna trimestrale.

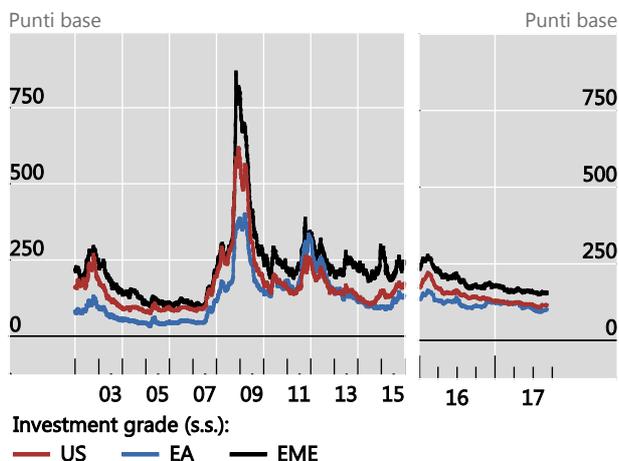
Quotazioni azionarie



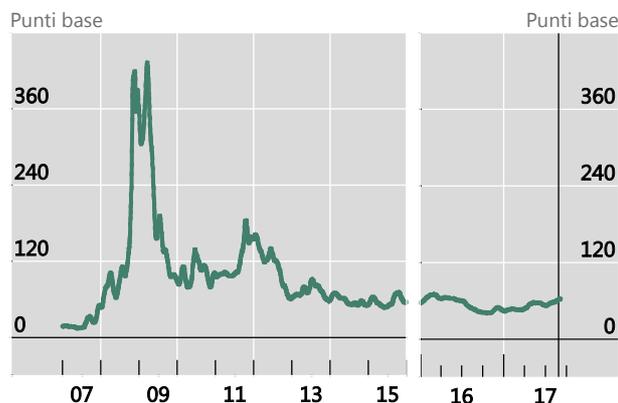
Spread sovrani



Spread sulle obbligazioni societarie²



CDS a cinque anni sulla Repubblica di Corea³



La linea verticale nel diagramma in basso a destra indica il 29 agosto 2017 (sorvolo del missile nordcoreano sul Giappone)

¹ Indice JPMorgan EMBI Global, z-spread to worst. ² Option-adjusted spread rispetto ai titoli del Tesoro USA. ³ Credit default swap su obbligazioni senior non garantite, scadenza quinquennale.

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

immobiliare (Riquadro B). Gli afflussi netti di capitali verso la Cina sono entrati in territorio positivo e le sue riserve valutarie si sono stabilizzate².

Il favorevole contesto macroeconomico mondiale e le ridotte aspettative di incrementi dei tassi di interesse negli Stati Uniti hanno dato slancio ai mercati azionari (grafico 3, diagramma in alto a sinistra). Gli indici azionari statunitensi hanno raggiunto nuovi massimi agli inizi di agosto e le azioni dei mercati emergenti hanno messo a segno progressi significativi. Negli ultimi mesi le azioni europee e giapponesi hanno ceduto terreno, ma il loro rendimento dagli inizi di settembre 2016 è ancora pari a circa l'11 e 14% rispettivamente.

² Si veda la pubblicazione statistica "BIS international banking statistics at end-March 2017" del luglio 2017.

I mercati creditizi sono rimasti dinamici. Gli spread sui titoli di Stato hanno continuato a restringersi lentamente nell'area dell'euro. Si sono mantenuti sostanzialmente stabili per i mercati emergenti, ma inferiori alla media dei cinque anni precedenti (grafico 3, diagramma in alto a destra). A giugno l'Argentina ha approfittato delle condizioni di mercato favorevoli per emettere un'obbligazione in dollari USA a 100 anni con un rendimento dell'8% circa. La Grecia, dal canto suo, è tornata sui mercati dei capitali a luglio, collocando un'obbligazione quinquennale in euro con un rendimento del 4,6%. Altri emittenti occasionali o nuovi, come l'Iraq e la Bielorussia, hanno parimenti attinto ai mercati obbligazionari, mentre il Tagikistan ha preparato la sua offerta benchmark di un'obbligazione decennale in dollari.

Le obbligazioni societarie hanno evidenziato differenziali ridotti e in calo. A metà agosto si attestavano a livelli in linea o distanti di qualche punto base dai minimi registrati dopo gli inizi del 2008. Ma sono rimasti ben al di sopra dei livelli prevalenti prima della Grande Crisi Finanziaria (grafico 3, diagramma in basso a sinistra).

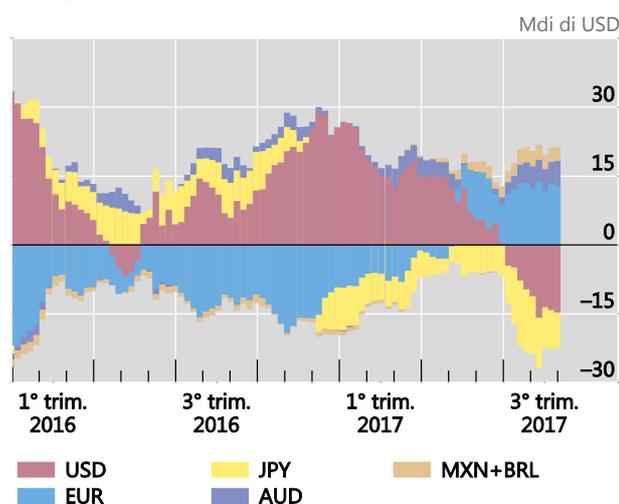
Il clima di mercato complessivamente positivo è stato perturbato da eventi politici a partire da metà agosto. Tali eventi, benché sulle prime pagine dei giornali, non hanno avuto un'incidenza significativa sui mercati. Inizialmente le borse sono scese dai massimi storici a causa dell'acuirsi dei rischi politici negli Stati Uniti e dell'accentuarsi delle tensioni geopolitiche relative alla Corea del Nord. Gli effetti sono stati tuttavia di breve durata. Persino i credit default swap sulla Corea del Sud sono rimasti pressoché stabili e il won coreano non si è quasi mosso nei confronti del dollaro dopo che la Corea del Nord ha lanciato un missile a lunga gittata che ha sorvolato il Giappone ed effettuato il suo maggiore test nucleare di sempre qualche giorno dopo (grafico 3, diagramma in basso a destra).

Il cambiamento dello scenario internazionale si ripercuote sui mercati valutari

Il cambiamento delle aspettative sulla futura evoluzione della politica monetaria e il mutato scenario macroeconomico relativo nelle principali aree economiche, con i connessi rischi politici, hanno esercitato notevoli pressioni al ribasso sul dollaro statunitense. In un contesto in cui il percorso atteso dei futuri rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve si è spostato verso il basso e l'economia statunitense ha deluso le attese del mercato, il dollaro si è deprezzato nei confronti di tutte le valute delle principali economie avanzate (grafico 4, diagramma di sinistra). Le variazioni rispetto allo yen sono state modeste dato che le prospettive di politica monetaria della Bank of Japan sono rimaste pressoché invariate. Inoltre, le posizioni speculative rilevate dalla Commodity Futures Trading Commission (CFTC) in dollari USA rispetto ad altre valute sono cambiate fino a evidenziare un'esposizione corta netta agli inizi del terzo trimestre (grafico 4, diagramma di destra). Ciò ha indicato aspettative di una prosecuzione del deprezzamento del dollaro.

Tassi di cambio nominali¹

Le posizioni speculative sul dollaro USA passano a un'esposizione corta netta



¹ Nei confronti del dollaro USA. Un aumento indica un apprezzamento della valuta locale. ² JPMorgan Emerging Market Currency Index (EMCI).

Fonti: Commodity Futures Trading Commission statunitense; Bloomberg; elaborazioni BRI.

Il deprezzamento del dollaro è stato particolarmente significativo nei confronti dell'euro e pari a circa il 7% da metà giugno. Il dollaro si è indebolito soprattutto dopo le osservazioni del presidente della BCE a giugno sul ritorno delle forze reflazionistiche nell'area dell'euro. Il deprezzamento si è arrestato agli inizi di agosto, in parte per effetto dei timori sulla possibilità che un euro forte incida negativamente sull'economia dell'area. A fine agosto, tuttavia, il dollaro è tornato a perdere quota contro l'euro.

La valuta statunitense si è deprezzata anche nei confronti della maggior parte delle divise delle economie emergenti. Ad eccezione delle valute dell'Europa centrale e orientale, che tendono a seguire l'euro, le fluttuazioni valutarie del dollaro rispetto alle valute emergenti non sono state molto marcate e la volatilità è stata contenuta.

La volatilità è eccezionalmente bassa?

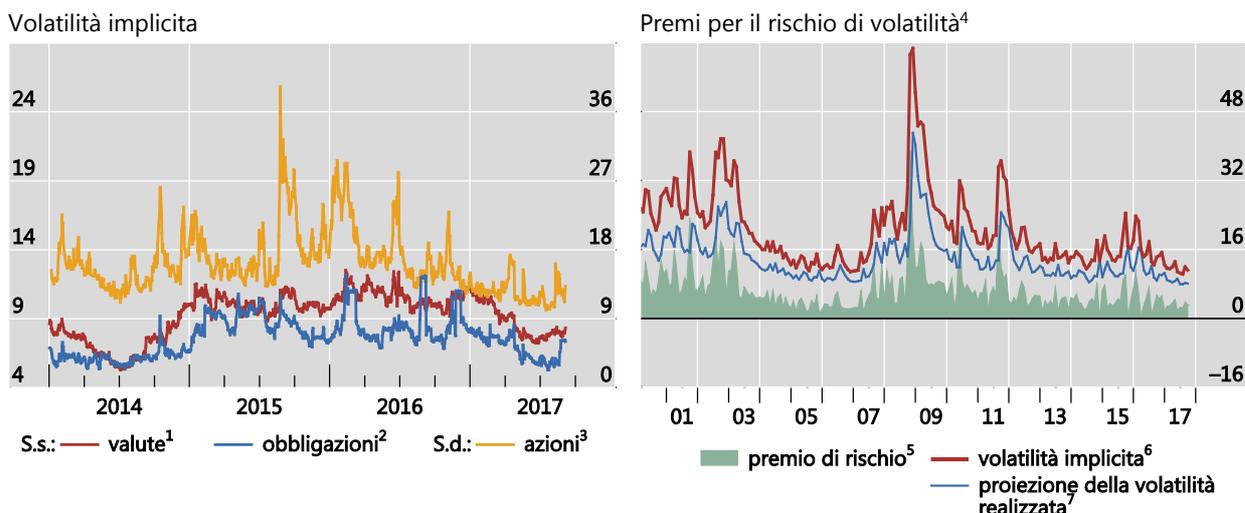
Il buon andamento dei mercati e il deprezzamento del dollaro sono andati di pari passo con una volatilità contenuta in tutte le principali classi di attività (grafico 5, diagramma di sinistra). La volatilità dei mercati obbligazionari a livello mondiale è stata estremamente bassa. Il MOVE, una misura della volatilità implicita nel mercato obbligazionario statunitense, ha raggiunto nuovi minimi storici ad agosto. Al tempo stesso il VIX, che misura la volatilità implicita nei mercati azionari statunitensi, ha toccato livelli prossimi ai minimi del 2005. Sebbene le volatilità siano rimaste basse rispetto ai parametri di riferimento storici, ad agosto sono lievemente aumentate e hanno registrato qualche picco in seguito a eventi politici.

Sia la bassa volatilità attesa sia il ridotto premio di volatilità sembrano aver contribuito al calo complessivo del VIX. Ciò si evince da una scomposizione del VIX nella varianza condizionata dei rendimenti azionari (ossia la volatilità che ci si

Le volatilità implicite e il premio per il rischio di volatilità sono bassi

In punti percentuali

Grafico 5



¹ Indice JPMorgan VXY Global. ² Volatilità implicita nelle opzioni at-the-money relative ai futures su obbligazioni a lungo termine di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; media ponderata in base al PIL e alle PPA. ³ Volatilità implicita negli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁴ Medie mensili dei dati giornalieri. ⁵ Stime ottenute come differenza tra la volatilità implicita e la proiezione della volatilità realizzata; cfr. G. Bekaert, M. Hoerova e M. Lo Duca, "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 7, 2013, pagg. 771-788. ⁶ Indice VIX della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange. ⁷ Stime prospettiche della volatilità realizzata; cfr. T. Anderson, F. Diebold, T. Bollerslev e P. Labys, "Modeling and forecasting realized volatility", *Econometrica*, vol. 71, n. 2, marzo 2003, pagg. 579-625.

Fonti: Bloomberg; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk/>; elaborazioni BRI.

aspetterebbe in base alla volatilità effettiva dei rendimenti azionari osservata nel recente passato) e il premio per la varianza azionaria (ossia l'importo supplementare che gli investitori sono disposti a pagare per proteggersi dalla volatilità) (grafico 5, diagramma di destra)³. Entrambi questi fattori, unitamente allo stesso VIX, sono scesi ai minimi da diversi anni, pur rimanendo superiori ai livelli pre-crisi, a loro volta storicamente compresi.

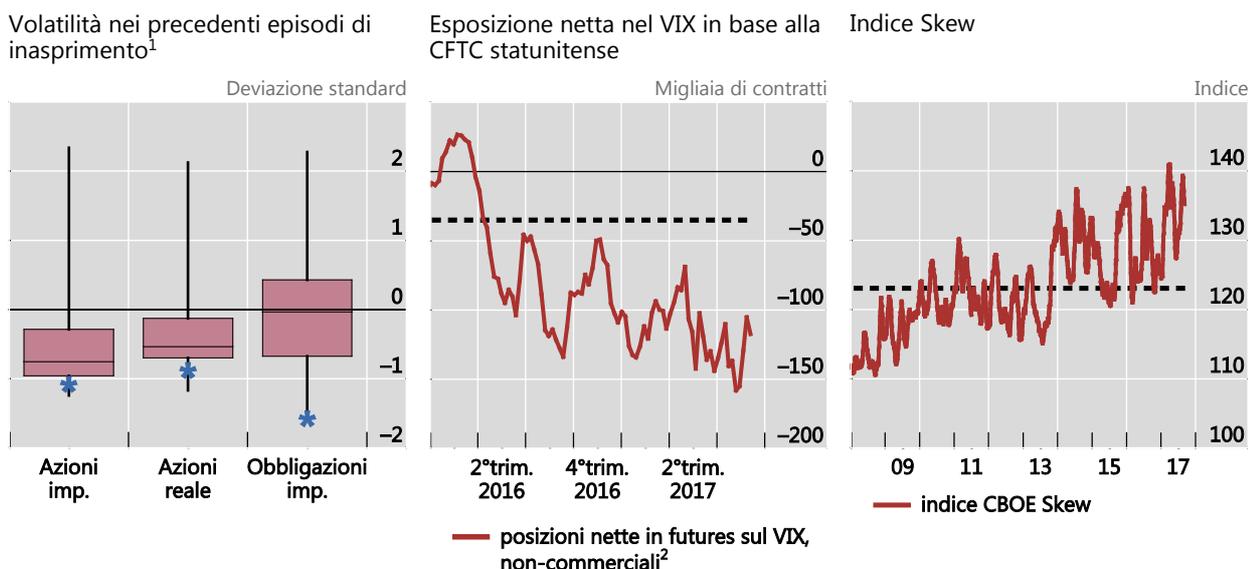
Una bassa volatilità di mercato è stata tipica dei cicli di inasprimento sin dagli inizi degli anni novanta. Durante questi episodi il VIX e la volatilità realizzata del mercato azionario a 30 giorni sono stati perlopiù compresi tra metà e una deviazione standard al di sotto delle medie di lungo periodo (grafico 6, diagramma di sinistra). Ciò può essere in parte ascrivibile al fatto che la volatilità tende a essere inferiore nelle fasi di rialzo dei mercati azionari e gli episodi di inasprimento tendono a verificarsi proprio quando tali mercati salgono. Se visto in base a questo parametro di riferimento, il livello medio del VIX negli ultimi 90 giorni prima del 5 settembre non risulta così inconsueto.

La recente volatilità dei mercati obbligazionari è stata tuttavia estremamente bassa in termini storici, in linea con i rendimenti obbligazionari straordinariamente ridotti e con le aspettative di rialzi gradualmente dei tassi. L'indice MOVE, ad esempio, è stato insolitamente depresso negli ultimi mesi, nonostante l'aumento del tasso obiettivo sui federal fund a giugno. Ciò contrasta con i precedenti episodi di

³ Cfr. M. Lombardi e A. Schimpf, *Concetti di volatilità e premio al rischio*, *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014. Per la metodologia, cfr. G. Bekaert, M. Hoerova e M. Lo Duca, "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 7, 2013, pagg. 771-788.

La bassa volatilità è normale per le azioni ma inconsueta per gli episodi di inasprimento

Grafico 6



Le linee orizzontali tratteggiate nei diagrammi centrale e di destra indicano le medie di lungo periodo delle serie corrispondenti (2007-più recente).

¹ Gli asterischi blu rappresentano la media degli ultimi 90 giorni prima del 5 settembre 2017; azioni imp. = VIX, azioni reale = S&P 500, obbligazioni imp. = Indice MOVE di Merrill Lynch; i grafici del riquadro rilevano tre episodi: febbraio 1994-aprile 1995, luglio 1999-giugno 2000 e luglio 2004-luglio 2006. I dati sono standardizzati sulla base delle medie storiche e delle deviazioni standard dal 1990. ² Un valore negativo indica posizioni corte nette aggregate in futures sul VIX detenute da operatori non commerciali.

Fonti: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) statunitense; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

inasprimento, durante i quali la volatilità implicita nel mercato obbligazionario è stata prossima alla sua media di lungo periodo (grafico 6, diagramma di sinistra).

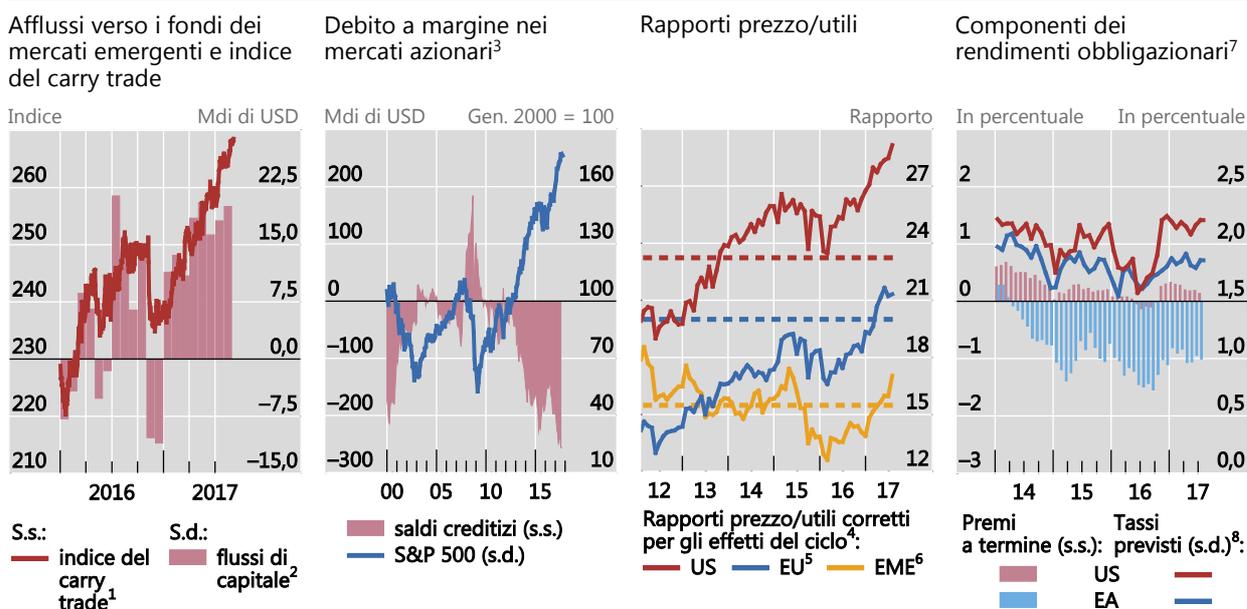
Le ingenti posizioni speculative corte nette in futures sul VIX hanno segnalato le aspettative di livelli di volatilità ancora contenuti. Le posizioni corte nette della CFTC statunitense in futures sul VIX, ossia scommesse contro un aumento della volatilità, hanno raggiunto livelli record a fine luglio (grafico 6, diagramma centrale). In linea con il moderato rialzo del VIX, tali posizioni sono diminuite in agosto, pur rimanendo tre volte più elevate rispetto alla media degli ultimi 10 anni.

Al contempo, i mercati hanno scontato il rischio di ingenti cali dei prezzi delle attività. L'indice Skew del CBOE, una misura del rischio di eventi estremi ("tail risk") nell'indice S&P 500, era elevato rispetto ai valori storici (grafico 6, diagramma di destra). Ciò suggerisce che gli investitori stavano scontando una significativa probabilità di marcate flessioni delle quotazioni delle attività.

Una fase di propensione al rischio

Come avviene in genere nei periodi di bassa volatilità e di indebolimento del dollaro, è prevalsa una fase di propensione al rischio.

Nel contesto di persistenti differenziali di tasso di interesse e di deprezzamento del dollaro, i rendimenti delle operazioni di carry trade sono saliti in misura significativa e i fondi specializzati in azioni e obbligazioni dei mercati emergenti



Le linee tratteggiate nel terzo diagramma indicano le medie di lungo periodo del multiplo CAPE (dicembre 1982-più recente per l'Unione europea e gli Stati Uniti; gennaio 2012-più recente per i mercati emergenti).

¹ Il Bloomberg EM-8 Carry Trade Index misura il rendimento totale cumulato di una posizione di carry trade di tipo "buy-and-hold" lunga su otto valute emergenti (BRL, IDR, INR, HUF, MXP, PLN, TRY e ZAR), interamente finanziata (fully funded) con posizioni corte sul dollaro statunitense. Si suppone che l'investimento sia in strumenti del mercato monetario a tre mesi, con la stessa ponderazione assegnata a ciascuna delle otto valute emergenti nel paniere. ² Dati mensili; per agosto 2017, dati settimanali fino al 30 agosto (ponderati per un fattore di aggiustamento). ³ I saldi creditizi sono calcolati come la somma dei conti di riserva non vincolati e dei saldi creditizi nei conti a margine, meno il debito a margine. ⁴ Per ciascun paese/regione, il multiplo CAPE è calcolato come l'indice delle quotazioni azionarie MSCI corretto per l'inflazione (in valuta locale) diviso per la media mobile a 10 anni degli utili realizzati corretti per l'inflazione. ⁵ Economie europee avanzate incluse nell'indice MSCI Europe. ⁶ Medie mobili basate sul PIL e sulle ponderazioni PPA di BR, CN, HK, IN, KR, MX, PL, RU, SG, TR, TW e ZA. ⁷ Scomposizione del rendimento nominale a 10 anni basata sulla stima di un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto; cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014. I rendimenti sono espressi in termini nominali (zero coupon); per l'area dell'euro, vengono utilizzati i dati relativi al titolo di Stato francese. ⁸ Differenza tra il rendimento zero coupon nominale a 10 anni e il premio a termine stimato a 10 anni.

Fonti: Barclays; Bloomberg; Datastream; EPFR; New York Stock Exchange; elaborazioni BRI.

hanno registrato ingenti afflussi nel periodo sotto rassegna (grafico 7, primo diagramma). Le posizioni speculative hanno segnalato inoltre un'attività di carry trade più generalizzata: significative posizioni corte nette nelle valute di finanziamento, come lo yen e il franco svizzero, e ingenti posizioni lunghe nette nelle valute emergenti e nel dollaro australiano (grafico 4, diagramma di destra).

Gli investitori azionari hanno utilizzato anche volumi record di debiti a margine per accrescere il grado di leva dei loro investimenti. Le consistenze di debito a margine sono state di fatto nettamente superiori a quelle registrate durante il boom dei titoli tecnologici e più elevate di circa il 10% rispetto al massimo precedente del 2015 (grafico 7, secondo diagramma).

Sebbene i livelli di debito a margine abbiano raggiunto nuovi record, i tradizionali parametri di valutazione, come i rapporti prezzo/utile medi di lungo periodo, hanno indicato che le azioni potrebbero essere sopravvalutate. Le recenti oscillazioni del mercato hanno spinto i rapporti prezzo/utile corretti per il ciclo relativi al mercato statunitense ulteriormente al di sopra delle medie di lungo periodo. I rapporti prezzo/utile corretti per il ciclo hanno parimenti superato questi livelli di riferimento per l'Europa e per i mercati emergenti, anche se in misura inferiore

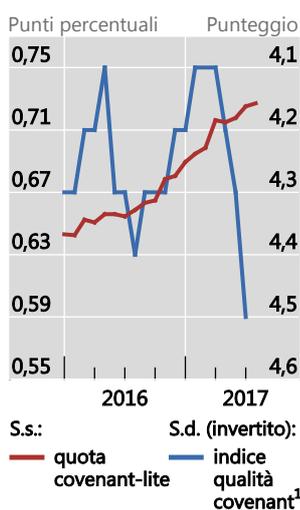
(grafico 7, terzo diagramma). Ciò detto, dati i rendimenti obbligazionari insolitamente bassi, le valutazioni potrebbero non essere disallineate se considerate nell'ottica del modello dei dividendi attualizzati. In effetti, le stime dei premi a termine dei rendimenti obbligazionari sono rimaste insolitamente compresse, nettamente inferiori alle medie storiche negli Stati Uniti e ancora più negative nell'area dell'euro (grafico 7, quarto diagramma). Ciò indica che i mercati azionari restano vulnerabili al rischio di una flessione dei mercati obbligazionari, qualora i premi a termine dovessero tornare su livelli più normali.

Vi sono stati inoltre segnali di ricerca di rendimento nei mercati dei titoli di debito, in quanto i volumi di emissione nei mercati dei prestiti ad alto grado di leva ("leveraged loan") e in quelli delle obbligazioni ad alto rendimento sono saliti, mentre gli standard delle clausole contrattuali si sono allentati. Il volume complessivo dei leveraged loan in essere, registrato da S&P Global Market Intelligence, ha raggiunto nuovi massimi (oltre \$1 000 miliardi). Al contempo, la quota di emissioni di tipo "covenant-lite" è aumentata a quasi il 75%, dal 65% di un anno prima (grafico 8, diagramma di sinistra). I prestiti covenant-lite si caratterizzano per una quantità ridotta o persino per l'assenza di vincoli agli interventi del prestatore e pertanto possono segnalare un atteggiamento meno discriminante da parte dei prestatori, favorendo potenzialmente al contempo un'eccessiva assunzione di rischio da parte dei mutuatari. Secondo Moody's, anche la quota di emissioni covenant-lite nel mercato delle obbligazioni ad alto rendimento è aumentata, mentre la qualità di

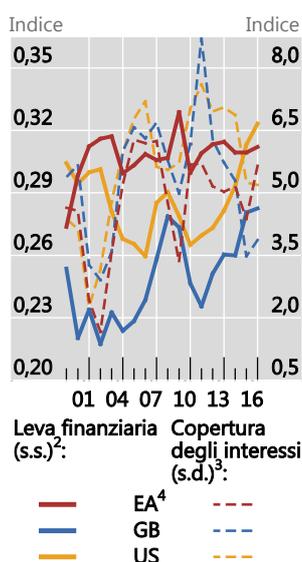
Propensione al rischio nei mercati dei titoli di debito

Grafico 8

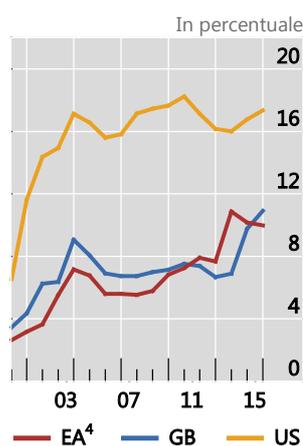
Gli standard delle clausole contrattuali si allentano



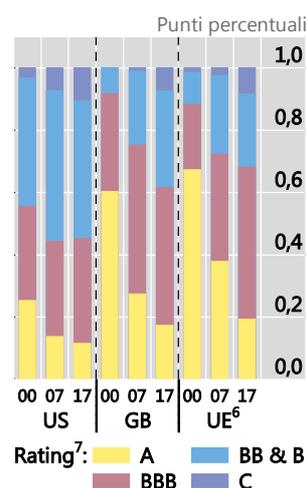
Indice di leva e indice di copertura degli oneri finanziari



Quota di società "zombie"⁵



Distribuzioni dei rating



¹ Media mobile a tre mesi; un punteggio più elevato corrisponde a una clausola più debole. ² Calcolato come passività aggregate a breve e lungo termine divise per le attività totali aggregate. ³ Calcolato come utili aggregati al lordo di interessi e imposte (EBIT) divisi per la spesa per gli interessi aggregata. ⁴ BE, DE, ES, FR, IT e NL. ⁵ Le società "zombie" sono definite come società quotate con un rapporto tra EBIT e spesa per interessi inferiore a uno e in attività da almeno 10 anni. ⁶ AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL e PT. ⁷ A = Aaa-A3; BBB = Baa1-Baa3; BB e B = Ba1-B3; C = Caa1-C.

Fonti: Bloomberg; Moody's Analytics CreditEdge; S&P Global Market Intelligence; <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-07-13/junk-bonds-work-with-less-of-a-safety-net-for-investors>; elaborazioni BRI.

queste clausole è scesa ai minimi da quando Moody's ha iniziato a registrare questi dati nel 2011.

Mentre gli spread sulle obbligazioni societarie si riducevano, la solidità dei bilanci aziendali si deteriorava. Il grado di leva delle società non finanziarie negli Stati Uniti, nel Regno Unito e, in misura minore, in Europa è continuamente aumentato negli ultimi anni (grafico 8, primo diagramma). Anche tenendo conto degli ingenti saldi di liquidità in essere, i livelli di leva negli Stati Uniti sono ai massimi dall'inizio del millennio e simili a quelli dei primi anni novanta, quando gli indici di indebitamento delle imprese riflettevano l'eredità del boom dei leveraged buyout della fine degli anni ottanta. Inoltre, nonostante i tassi di interesse estremamente bassi, l'indice di copertura degli oneri finanziari è sensibilmente diminuito. Sebbene a livello aggregato sia rimasto nettamente sopra tre, una quota crescente di imprese si trova a sostenere una spesa per interessi superiore agli utili al lordo di interessi e imposte: sono le cosiddette società "zombie" (grafico 8, terzo diagramma)⁴. La quota di queste imprese è aumentata in misura particolarmente significativa nell'area dell'euro e nel Regno Unito. Al contempo, la distribuzione dei rating è peggiorata (grafico 8, quarto diagramma). Tra il 2000 e il 2017 la quota di società investment grade è diminuita rispettivamente di 10, 20 e 30 punti percentuali negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito⁵. Il numero relativo di imprese con rating A o superiore è sceso in misura particolarmente marcata, mentre la quota di imprese con il rating peggiore (C o inferiore) è aumentata. Nel complesso, ciò suggerisce che nell'eventualità di un rallentamento o di un rialzo dei tassi di interesse gli elevati pagamenti per il servizio del debito e il rischio di insolvenza potrebbero rappresentare delle criticità per le imprese, e creare quindi ostacoli alla crescita del PIL.

⁴ Data la mancanza di dati pubblicati, in particolare per le piccole imprese, la quota di società "zombie" non può essere calcolata per il 2016.

⁵ Le società investment grade hanno rating almeno pari a BBB.

Come hanno reagito i mercati alle difficoltà del settore bancario in Europa?

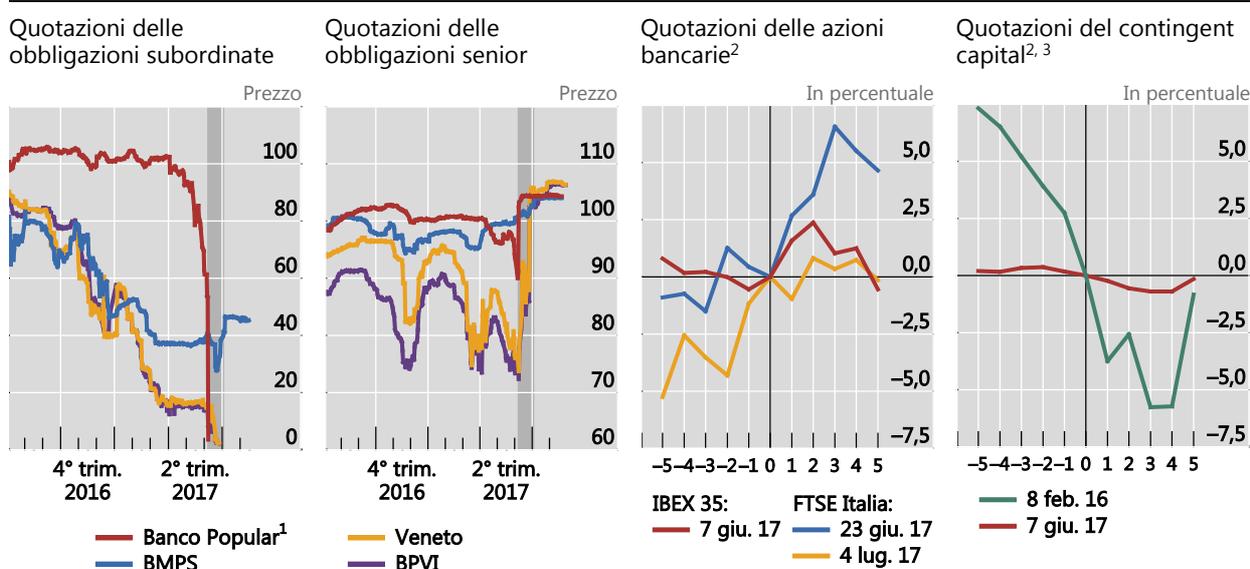
Bilyana Bogdanova e Mathias Drehmann

A giugno e luglio, quattro banche italiane e spagnole sono fallite o sono state ricapitalizzate. Il presente riquadro approfondisce questi eventi e le ricadute sulle condizioni del mercato per le banche in Europa.

Gli investitori non hanno anticipato appieno il fallimento della banca spagnola Banco Popular Español. Il 7 giugno è stata la prima banca a essere sottoposta alla procedura di risoluzione conformemente alla Direttiva dell'Unione europea sul risanamento e la risoluzione delle banche. È stata acquisita dalla spagnola Banco Santander (per un importo simbolico) il giorno successivo. Le quotazioni delle azioni e delle obbligazioni subordinate erano scese in vista dell'evento. Tuttavia, il debito subordinato computato nel Tier 1 aggiuntivo (T1A) quotava ancora a 70 centesimi del valore nominale a fine maggio, pochi giorni prima dell'inizio della procedura di risoluzione che ha comportato il suo completo azzeramento (grafico A, primo diagramma). Le quotazioni delle obbligazioni non garantite, per contro, sono diminuite in misura relativamente modesta e sono anzi aumentate dopo il 7 giugno (grafico A, secondo diagramma).

Nessun contagio dai fallimenti bancari in Europa

Grafico A



Le aree ombreggiate nei primi due diagrammi indicano il periodo dal 7 giugno al 4 luglio 2017.

¹ Per il debito subordinato, strumenti contingent capital computabili nel T1A. ² Variazioni percentuali nell'orizzonte temporale indicato. Zero indica le seguenti date di eventi: 8 febbraio 2016 (dichiarazione di Deutsche Bank sulla capacità di pagamento del T1A), 7 giugno 2017 (approvazione da parte del Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB) dello schema di risoluzione per Banco Popular Español), 23 giugno 2017 (decisione di risoluzione dell'SRB su Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) e 4 luglio 2017 (approvazione da parte della Commissione europea della ricapitalizzazione precauzionale per Banca Monte dei Paschi di Siena). ³ Indice Markit iBoxx USD Contingent Convertible Liquid Developed Markets AT1.

Fonte: Bloomberg.

Con riferimento alle banche italiane, invece, la situazione problematica durava già da diversi mesi e i mercati avevano già scontato una significativa svalutazione del debito prima degli annunci degli interventi ufficiali. Il 23 giugno le autorità europee hanno deciso che la Banca Popolare di Vicenza (BPVI) e la Veneto Banca sarebbero state liquidate in base alle normali procedure fallimentari italiane, con aiuti pubblici per facilitare l'uscita dal mercato. Le azioni e le obbligazioni subordinate, che già dalla fine del 2016 quotavano a livelli depressi, sono state azzerate, mentre gli obbligazionisti senior e i depositanti sono stati risparmiati (grafico A, primi due diagrammi)Ⓞ. Le discussioni

sul trattamento della Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) erano in corso già dalla fine del dicembre 2016, quando la banca non era riuscita a raccogliere capitali privati e le contrattazioni azionarie erano state sospese. A giugno i detentori di debito subordinato avevano già scontato gran parte delle perdite che avrebbero subito e le quotazioni di tali titoli sono salite dopo l'approvazione da parte della Commissione europea delle misure di ricapitalizzazione precauzionale il 4 luglio (grafico A, primo diagramma). I prezzi degli strumenti di debito senior sono anch'essi saliti dagli inizi di giugno, quando è risultato chiaro che questi titoli non sarebbero stati svalutati (grafico A, secondo diagramma centrale).

Dopo questi eventi, la minore incertezza è parsa favorire le prospettive delle altre banche in Europa (grafico A, terzo diagramma centrale). Le quotazioni azionarie delle banche spagnole sono leggermente salite nei giorni immediatamente successivi all'annuncio dell'acquisizione del Banco Popular da parte del Banco Santander. Sebbene l'autorizzazione della ricapitalizzazione precauzionale di BMPS il 4 luglio abbia avuto un impatto ridotto in quanto era in linea con le aspettative del mercato, le quotazioni delle azioni bancarie italiane hanno segnato un netto rialzo dopo la liquidazione di Veneto Banca e BPVI. Complessivamente, l'indice FTSE Italia All Share Banks è salito del 10% dagli inizi di giugno alla fine di luglio, superando l'indice STOXX Europe 600 Banks, che ha guadagnato quasi il 5%.

Nonostante il primo caso in assoluto di conversione di strumenti T1A, non vi sono stati segnali di contagio nel mercato degli strumenti contingent convertible dopo il fallimento del Banco Popular (grafico A, quarto diagramma). L'indice relativo ai CoCo T1A dei mercati sviluppati ha reagito in modo contenuto rispetto agli inizi del 2016, quando la Deutsche Bank aveva scatenato i timori dei mercati a causa della possibile sospensione dei pagamenti delle cedole. Dopo un ribasso nella settimana del fallimento del Banco Popular, l'indice è salito del 2% dagli inizi di giugno alla fine di luglio. Inoltre, le banche europee hanno continuato a emettere strumenti contingent capital, collocando con successo circa €15 miliardi tra aprile e agosto 2017.

① Sebbene le perdite siano state coperte dalla svalutazione delle obbligazioni in tutti e tre i casi, i detentori di debito junior possono richiedere un risarcimento qualora soddisfino determinati criteri di idoneità.

Mercati e società immobiliari

Michael Chui, Anamaria Illes e Christian Upper

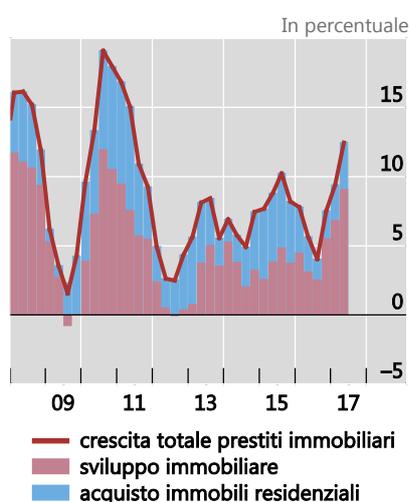
L'inizio della normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti e l'inasprimento delle misure macroprudenziali in diversi paesi dell'Asia emergente sembrano aver contribuito a rallentare l'espansione del credito in queste economie lo scorso anno. Tuttavia, i prezzi degli immobili sono rimasti elevati. In alcune economie quali la Cina e Hong Kong SAR, i prezzi delle abitazioni sono aumentati ulteriormente e ciò ha coinciso con un incremento dell'indebitamento delle società di sviluppo immobiliare tramite prestiti bancari e titoli di debito¹. Il presente riquadro analizza in che modo tali imprese hanno contribuito all'aumento dei prezzi immobiliari e in che misura le loro attività in rapida espansione potrebbero divenire una fonte di preoccupazione per le autorità.

Uno dei canali tramite cui le società di sviluppo immobiliare hanno alimentato la domanda di abitazioni è l'offerta di schemi di finanziamento ai potenziali acquirenti. Ad esempio, anche se tra il 2009 e il 2015 la Hong Kong Monetary Authority (HKMA) ha introdotto diverse tornate di misure macroprudenziali per rendere meno vantaggiosi i mutui immobiliari, negli ultimi due anni le società di sviluppo immobiliare hanno offerto in misura crescente schemi di finanziamento attraenti ai potenziali acquirenti nel tentativo di dare impulso alle vendite. Spesso le offerte non sono state accompagnate da una valutazione della capacità di rimborso del mutuatario. Vi sono poche informazioni sulle modalità esatte di finanziamento di questi schemi. Ma i prestiti per finanziare lo sviluppo immobiliare sono divenuti il principale fattore che ha contribuito all'accelerazione della crescita del credito immobiliare totale in questo periodo (grafico B, diagramma di sinistra)². Per proteggere la stabilità del settore bancario, nel giugno 2017 l'HKMA ha inasprito i limiti sugli importi massimi che le banche possono prestare in relazione al costo e al valore dell'area dei progetti di costruzione; da agosto, ha anche aumentato gradualmente le ponderazioni di rischio per le esposizioni creditizie verso le società di sviluppo immobiliare.

Crescita dei prestiti immobiliari, premio per il terreno e finanziamento obbligazionario delle società di sviluppo immobiliare

Grafico B

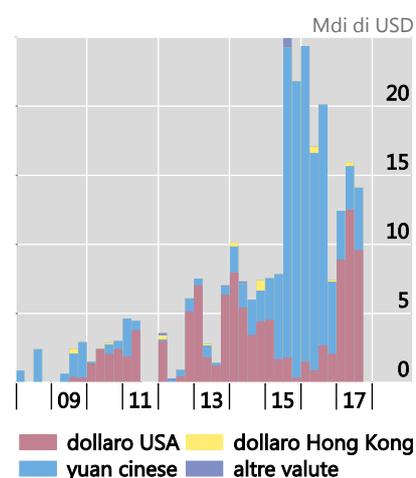
Contributo alla crescita dei prestiti immobiliari a Hong Kong SAR



Premio per il terreno¹ a uso residenziale e prezzi delle abitazioni nelle città cinesi



Emissioni obbligazionarie lorde di società immobiliari cinesi²



¹ Per le principali 100 città, definito come $100\% \times (\text{prezzo d'asta} - \text{offerta iniziale}) / \text{offerta iniziale}$. ² Compresa le 106 società di proprietà cinese quotate alle borse di Shanghai, Shenzhen e Hong Kong.

Fonti: Hong Kong Monetary Authority; Thomson Reuters Eikon; WIND.

I prestiti ai potenziali acquirenti e l'aspra concorrenza tra le società di sviluppo immobiliare hanno spinto al rialzo i prezzi dei terreni. A fronte di una domanda di abitazioni che resta sostenuta, le società possono permettersi di fare offerte aggressive per l'acquisto dei terreni, in quanto l'aumento dei costi può essere trasferito agli acquirenti degli immobili residenziali. Il premio per il terreno (la differenza tra il prezzo d'asta e l'offerta iniziale) pagato dalle società di sviluppo immobiliare per i lotti nelle principali città cinesi è stato alquanto elevato dalla metà del 2015. In passato, tale premio tendeva a essere un indicatore anticipatore dell'inflazione degli immobili residenziali (grafico B, diagramma centrale).

L'espansione all'estero delle società di sviluppo immobiliare potrebbe aggiungere una dimensione internazionale al fenomeno. Ad esempio, Singapore ha indicato che tali imprese (prevalentemente di proprietà estera) hanno fatto offerte aggressive alle aste di terreni nella prima metà del 2017. Le società hanno pagato in media il 29% in più per i lotti residenziali rispetto alle aree comparabili vendute negli ultimi cinque anni. Reagendo in parte a queste offerte aggressive, la Monetary Authority of Singapore ha emesso un avvertimento, affermando che "il rischio di un nuovo incremento insostenibile dei prezzi immobiliari non è trascurabile"^③.

Offerte aggressive da parte di società di sviluppo immobiliare che finissero per non trovare riscontro in una domanda sostenuta potrebbero porre le basi per una brusca correzione del mercato. Ciò potrebbe tradursi in una compressione dei margini di profitto delle società di sviluppo immobiliare e i proprietari di abitazioni potrebbero subire ingenti perdite di valore. In questo contesto, nel 2015 un ministro di Singapore ha avvertito i residenti locali del rischio di offerta eccedente in relazione agli investimenti negli imponenti progetti residenziali allora in costruzione nella confinante Malaysia. Le società di sviluppo (dominate da alcune imprese cinesi) prevedevano di creare un totale di 336 000 nuove unità residenziali, poco più dell'intero stock di abitazioni private di Singapore nel 2015.

Naturalmente, l'indebitamento in valuta estera potrebbe esporre al rischio di disallineamenti valutari le società di sviluppo immobiliare che non generano ricavi corrispondenti, a meno che questi rischi siano stati coperti. I dati di mercato rivelano che per le 106 società immobiliari quotate di proprietà cinese, molte delle quali sono state attive al di fuori della Cina, le emissioni lorde di obbligazioni sono aumentate significativamente dal 2012, raggiungendo un massimo di circa \$25 miliardi per trimestre tra la fine del 2015 e gli inizi del 2016. Da allora le emissioni di obbligazioni sono lievemente diminuite (grafico B, diagramma di destra)^④. La quota di debito in dollari USA, che era inizialmente molto elevata, si è ridotta tra il 2015 e il 2016, ma è tornata ad aumentare significativamente nel 2017. Le direttive del Consiglio di Stato, approvate il 18 agosto di quest'anno, che intendono frenare gli investimenti esteri verosimilmente troppo ambiziosi delle società cinesi in diversi settori tra cui l'immobiliare, vanno viste in questo contesto.

① Ciò richiama in parte il periodo che precedette le crisi bancarie spagnola e irlandese, quando i prestiti alle società di sviluppo immobiliare avevano avuto un ruolo significativo. Cfr. Banco de España "Exposición de las entidades de depósito españolas al sector inmobiliario", *Informe de estabilidad financiera*, marzo 2010; e K. Whelan, "Ireland's economic crisis: the good, the bad and the ugly", *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, giugno 2013, pagg. 424-40. ② Stando alla definizione dell'HKMA, i prestiti immobiliari sono costituiti da due categorie principali: (i) prestiti per finanziare lo sviluppo immobiliare e l'investimento in immobili (inclusi immobili non completati); e (ii) prestiti a individui per l'acquisto di immobili residenziali a scopi abitativi o di investimento. ③ Osservazioni di R. Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, alla Conferenza per i media "MAS Annual Report 2016/17", Singapore, 29 giugno 2017. ④ Ad esempio, in termini di capitalizzazione di mercato, le società immobiliari cinesi rappresentano circa il 50% del totale dei settori compresi nell'indice JPMorgan Chase Corporate Emerging Market Bond.