

Un inasprimento paradossale?

Nel periodo in rassegna, cominciato agli inizi di settembre, è proseguita la luna di miele tra i mercati e l'economia reale che dura ormai da un anno. In un contesto in cui le economie avanzate hanno continuato a registrare un buon andamento generalizzato, in cui le economie emergenti hanno evidenziato una crescita per lo più sostenuta e, non da ultimo, in cui non vi sono state generalmente spinte inflazionistiche, i mercati mondiali delle attività hanno ulteriormente incrementato gli ottimi risultati messi a segno da inizio anno, mentre la volatilità è rimasta bassa. Questo contesto "Goldilocks" della giusta via di mezzo ha più che controbilanciato l'impatto di due devastanti uragani negli Stati Uniti, di una serie di minacce geopolitiche, nonché delle ulteriori misure adottate da alcune delle principali banche centrali in direzione di una graduale rimozione degli stimoli monetari.

Gli interventi delle banche centrali, nel complesso, hanno assicurato i mercati. Le loro diverse decisioni hanno rispecchiato posizioni diverse nel ciclo di politica monetaria. In seguito alla riunione di settembre, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato che avrebbe avviato il programma di normalizzazione del bilancio della Federal Reserve a ottobre, dopo una comunicazione attenta e prolungata con i mercati in merito alle strategie e agli approcci. Dopo 10 anni di assenza di interventi, nella riunione di novembre la Bank of England ha innalzato il proprio tasso ufficiale di 25 punti base, allo 0,50%, mantenendo invariati i programmi di acquisto di obbligazioni, una decisione definita dagli operatori di mercato un "rialzo accomodante". In ottobre la BCE ha esteso il Programma di acquisto di attività (PAA) almeno fino a settembre 2018, dimezzando al tempo stesso gli acquisti mensili a decorrere da gennaio 2018. La banca centrale ha altresì confermato che si sarebbe tenuta pronta ad ampliare nuovamente il PAA qualora le condizioni macroeconomiche si fossero deteriorate. La Bank of Japan ha mantenuto invariato il proprio orientamento di politica monetaria.

Persino nel contesto di graduale rimozione dello stimolo monetario da parte della Federal Reserve, le condizioni finanziarie si sono paradossalmente allentate ulteriormente negli Stati Uniti e a livello mondiale. Solo i tassi di cambio hanno scontato in modo visibile le prospettive e l'orientamento relativamente più restrittivo della Fed, il che ha contribuito ad arrestare e in parte invertire la flessione del dollaro osservata da un anno.

I rendimenti a lungo termine sono rimasti estremamente bassi e pertanto le valutazioni delle diverse classi di attività e nelle diverse giurisdizioni hanno continuato a essere elevate, sebbene in misura diversa. La volatilità implicita a breve termine ha continuato a segnare nuovi minimi storici, mentre gli investitori e gli osservatori si sono chiesti quando e in che modo questa fase di calma sarebbe giunta al termine. In definitiva, le sorti di quasi tutte le classi di attività sono parse legate all'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato.

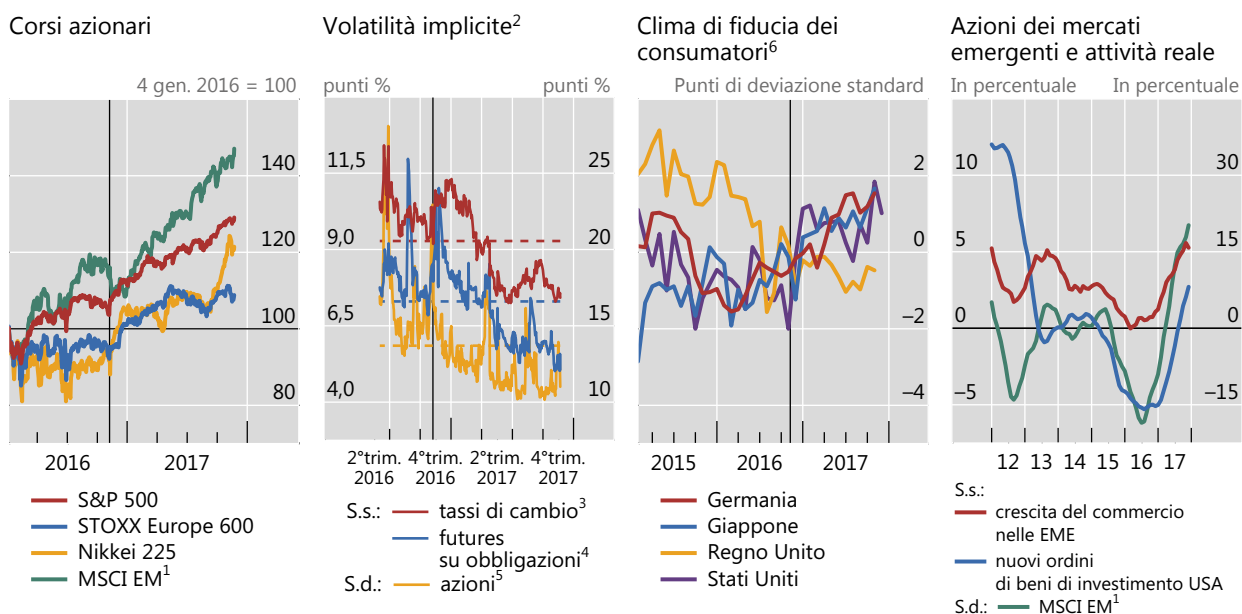
Una fase ideale per i mercati

Nei mercati azionari mondiali è proseguita la fase di significativo rialzo iniziata all'indomani delle elezioni presidenziali del novembre 2016 negli Stati Uniti (grafico 1, primo diagramma). Agli inizi di settembre le borse sono sembrate acquisire ulteriore slancio, sulla scia della riunione della BCE di inizio mese e dei commenti di esponenti della Federal Reserve, interpretati come una conferma che entro fine mese sarebbe stata annunciata una normalizzazione del bilancio. A fine novembre l'S&P 500 era salito di quasi il 14% da inizio anno e di oltre il 5% dagli inizi di settembre. Dopo una marcata flessione in seguito alle elezioni presidenziali statunitensi, le azioni dei mercati emergenti hanno registrato risultati superiori a quelli delle economie avanzate, con un'impennata di quasi il 30% da inizio anno e di oltre il 4% nel periodo in rassegna. Le azioni giapponesi hanno messo a segno un rialzo di quasi il 15% dagli inizi di settembre. Le azioni europee sono salite meno rispetto a quelle delle altre aree, guadagnando quasi il 7% da inizio anno, per la maggior parte nel quarto trimestre.

Il clima esuberante è coinciso con i nuovi cali della volatilità implicita delle azioni, delle obbligazioni e dei tassi di cambio (grafico 1, secondo diagramma). Le volatilità implicite dei mercati obbligazionari e azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito sono state per tutto l'anno nettamente inferiori alle medie seguite alla Grande Crisi Finanziaria (GCF), toccando di fatto i minimi storici raggiunti per un breve periodo a metà del 2014 e prima dell'inizio della crisi a metà

Quotazioni azionarie sospinte dal clima di fiducia e dalle condizioni economiche

Grafico 1



La linea verticale indica l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

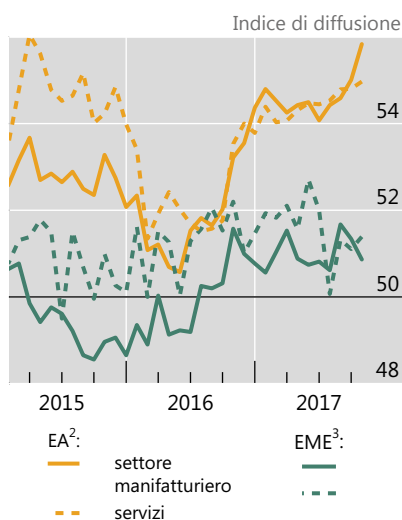
¹ MSCI Emerging Markets Index, in dollari USA. ² Per ciascuna serie di volatilità implicite, le linee tratteggiate rappresentano medie semplici per il periodo 2010-oggi. ³ Indice JPMorgan VXY Global (indice ponderato per il turnover della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money a tre mesi su 23 tassi di cambio rispetto al dollaro USA). ⁴ Volatilità implicita delle 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. ⁵ Volatilità implicita degli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁶ Dati normalizzati, misurati come differenza tra l'indicatore e la sua media storica (dal gennaio 2016).

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

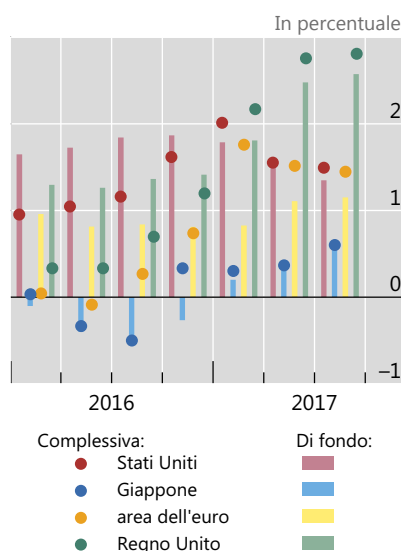
La crescita sostenuta e l'inflazione moderata prefigurano un ulteriore inasprimento negli Stati Uniti

Gráfico 2

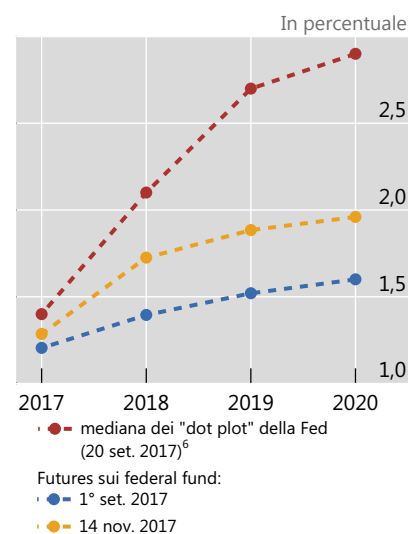
Indici PMI per il settore manifatturiero e dei servizi¹



Inflazione complessiva e inflazione di fondo⁴



"Dot plot" e aspettative del mercato⁵



¹ Indici dei responsabili degli acquisti. Un valore pari a 50 indica che il numero di imprese che hanno segnalato un'espansione dell'attività è uguale a quello delle aziende che hanno segnalato una contrazione; un valore superiore a 50 indica un'espansione dell'attività economica. Media ponderata in base al PIL e alle PPA delle economie elencate. ² EA, GB, JP e US. ³ AR, BR, CL, CN, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, SG, TH, TR e ZA. ⁴ Sulla base degli indici dei prezzi al consumo; per gli Stati Uniti, sulla base del PCE (indice della spesa per consumi personali). ⁵ Per le aspettative di mercato, tasso implicito dei futures sui federal fund a 30 giorni; per il 2017, contratto di dicembre 2017; per il 2018, contratto di dicembre 2018, per il 2019 contratto di dicembre 2019; per il 2020, contratto di agosto 2020. ⁶ Proiezioni economiche dei membri del Federal Reserve Board statunitense e dei presidenti delle Federal Reserve Bank statunitensi.

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

del 2007. La volatilità implicita nei mercati valutari si è parimenti ridotta, raggiungendo i minimi registrati nell'estate del 2014. Per tutte queste serie, le elezioni presidenziali statunitensi del 2016 sembrano essere state il punto di svolta.

Questa eccellente performance è stata ancora una volta alimentata da dati economici molto favorevoli. La fiducia dei consumatori ha raggiunto nuovi massimi in Germania, in Giappone e negli Stati Uniti e si è stabilizzata nel Regno Unito (grafico 1, terzo diagramma). La crescita è rimasta in linea con le aspettative o le ha persino superate sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti, ed è stata generalizzata. I consumi sono stati sostenuti e la spesa per investimenti è aumentata. Una ripresa del commercio ha contribuito al recupero dei mercati azionari emergenti in atto dalla metà del 2016 (grafico 1, quarto diagramma). I mercati del lavoro hanno registrato un ulteriore miglioramento nelle economie avanzate, favoriti dall'espansione sostenuta dei settori manifatturiero e dei servizi (grafico 2, diagramma di sinistra). L'attività manifatturiera nelle economie emergenti è stata parimenti solida, se non addirittura vivace.

Nonostante il rafforzamento dell'attività, le spinte inflazionistiche sono rimaste eccezionalmente modeste nella maggior parte delle economie avanzate. L'inflazione è ulteriormente salita sopra l'obiettivo nel Regno Unito, sulla scia del notevole deprezzamento della valuta dello scorso anno, e ha segnato un lieve rialzo in Giappone, pur rimanendo al di sotto dell'obiettivo (grafico 2, diagramma centrale). L'inflazione di fondo è rimasta contenuta nell'area dell'euro, mentre quella complessiva si è avvicinata all'obiettivo. Negli Stati Uniti, la variazione della spesa per

consumi personali complessiva si è mantenuta prossima al 2%, mentre la componente di fondo ha segnato un calo con il passare dell'anno.

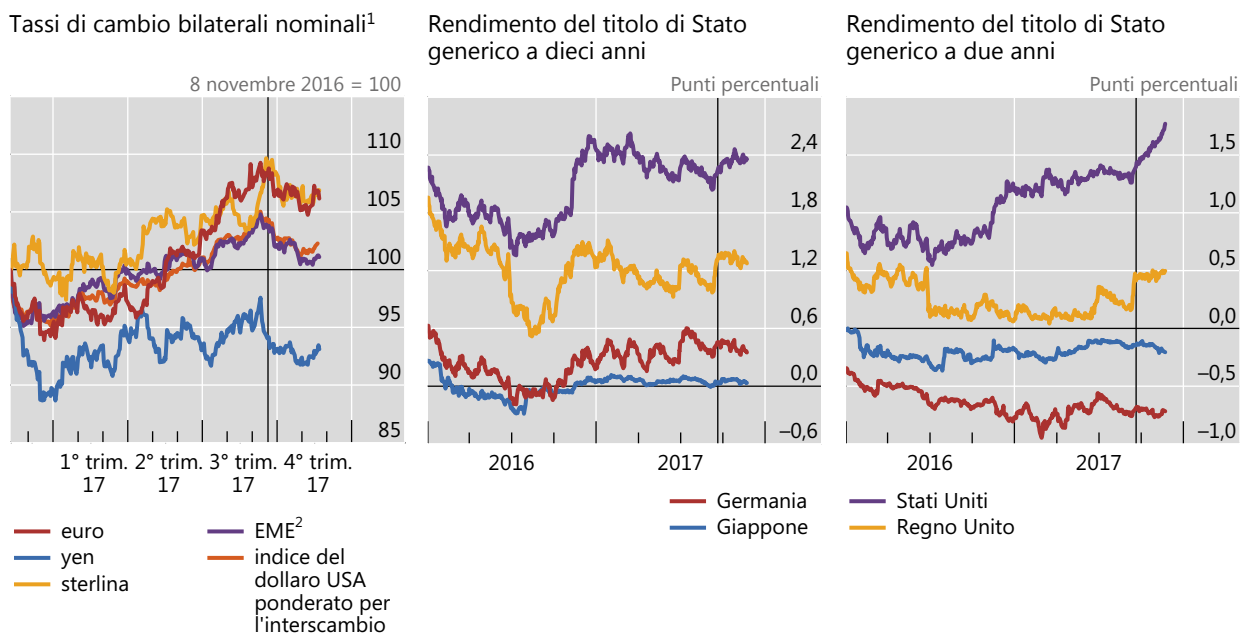
In questo contesto, la Federal Reserve ha deciso, nella riunione di settembre, di iniziare ad attuare a ottobre il piano di normalizzazione del bilancio che aveva annunciato a giugno. Di conseguenza, i mercati dei futures hanno scontato quasi con certezza un ulteriore rialzo del tasso ufficiale a dicembre. Al contempo, gli investitori sono parsi rimanere scettici sulla determinazione della Federal Reserve a mantenere il ritmo di incremento del tasso di riferimento implicito nella mediana delle previsioni dei membri del FOMC, il cosiddetto "dot plot". Ciò detto, il divario tra tali previsioni e le aspettative del mercato si è ridotto (grafico 2, diagramma di destra).

L'avvio della normalizzazione del bilancio, unitamente al rafforzamento delle aspettative di riduzione delle imposte per le imprese statunitensi, è parso arrestare il calo del dollaro USA osservato da un anno. La valuta si è apprezzata di quasi il 2% su base ponderata per l'interscambio dagli inizi di settembre a fine novembre (grafico 3, diagramma di sinistra). L'apprezzamento del dollaro è stato maggiore nei confronti delle valute emergenti, mentre le altre principali divise hanno segnato un lieve recupero verso la fine del periodo.

Gli interventi successivi di altre banche centrali hanno rafforzato il vigore del dollaro. A ottobre la BCE ha esteso il PAA fino a settembre 2018 e ha ribadito di aspettarsi che i tassi ufficiali sarebbero rimasti invariati ben oltre la fine degli acquisti netti di attività. Il Consiglio direttivo della BCE ha altresì annunciato che avrebbe ridimensionato il ritmo degli acquisti di attività da €60 a 30 miliardi al mese a partire da gennaio. Tuttavia, non ha fornito una data conclusiva per il programma,

La normalizzazione del bilancio contribuisce ad arrestare la flessione del dollaro osservata da un anno

Grafico 3



La linea verticale indica il 20 settembre 2017 (data in cui la Fed ha confermato che la normalizzazione del bilancio sarebbe iniziata a ottobre).

¹ Un aumento indica un deprezzamento del dollaro USA. ² Media semplice di AE, AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HK, HU, IN, ID, IL, KR, MX, MY, PE, PH, PL, SA, SG, RU, TH, TR e ZA.

Fonti: Federal Reserve Bank di St Louis; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

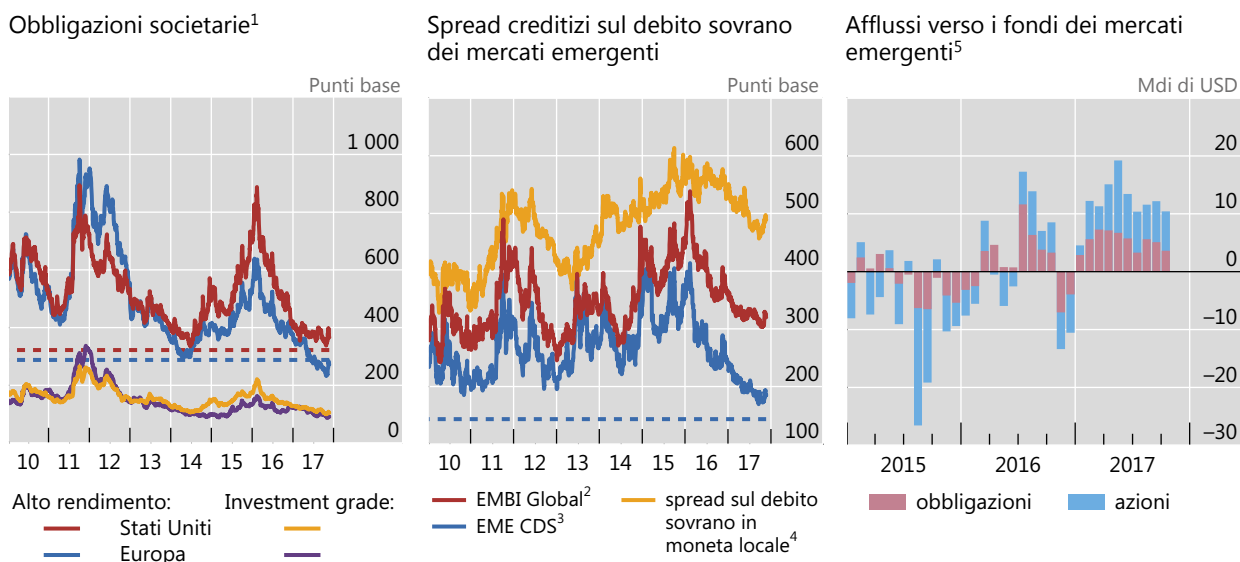
riservandosi la possibilità di incrementarne l'entità e/o la durata qualora le condizioni macroeconomiche dovessero deteriorarsi. Infine, ha sottolineato che i reinvestimenti sarebbero proseguiti per un periodo prolungato dopo la fine degli acquisti netti. I mercati hanno considerato queste decisioni come un segnale dell'intenzione della BCE di mantenere un orientamento di politica monetaria accomodante. In linea con le aspettative, il 2 novembre la Bank of England ha innalzato il tasso ufficiale di 25 punti base, portandolo allo 0,50%. Gli osservatori hanno interpretato la decisione come un segnale accomodante in quanto la banca centrale ha rivisto al ribasso le prospettive economiche.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei principali paesi hanno registrato un andamento perlopiù laterale nel trimestre (grafico 3, diagramma centrale). Il rendimento dei titoli del Tesoro decennali ha segnato un rialzo agli inizi di settembre, quando l'avvio della normalizzazione del bilancio è parso certo, ma la sua dinamica si è esaurita con il passare del trimestre. La reazione è stata maggiore sulle scadenze più brevi, con il rendimento dei titoli a due anni aumentato di circa 50 punti base dagli inizi di settembre (diagramma di destra). I rendimenti a entrambe le estremità della struttura a termine si sono mossi appena nell'area dell'euro e in Giappone, evidenziando la generale stabilità delle aspettative di politica monetaria. Solo i rendimenti dei Gilt britannici hanno registrato un netto rialzo a fine settembre, con i differenziali a termine rimasti pressoché invariati in quanto i rendimenti a breve e lungo termine si sono mossi in parallelo.

Gli spread sulle obbligazioni societarie hanno continuato a ridursi, rafforzando il messaggio rialzista dei mercati azionari. I differenziali delle obbligazioni europee ad alto rendimento hanno ampliato lo sconto rispetto agli omologhi spread statunitensi,

Gli spread continuano a scendere nei mercati delle obbligazioni ad alto rendimento e dei titoli di Stato delle economie emergenti

Grafico 4



Le linee tratteggiate rappresentano medie semplici per il periodo giugno 2005-giugno 2007.

¹ Spread option-adjusted rispetto ai titoli di Stato. Per l'Europa, debito societario denominato in euro emesso dai mercati interni o euroobbligazionari. ² Indice JPMorgan EMBI Global, stripped spread. ³ Indice Emerging market CDX.EM, scarto interquartile della serie più recente di CDS a cinque anni. ⁴ Indici JPMorgan GBI EM; spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni. ⁵ Somme mensili dei dati settimanali delle principali economie emergenti fino al 30 ottobre 2017. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singole EME o fondi EME per i quali è disponibile una scomposizione per paesi/regioni.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; EPFR; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

cosa a cui hanno contribuito le turbolenze di metà novembre nel mercato ad alto rendimento statunitense. Prima di ciò, tale mercato aveva evidenziato differenziali di poco superiori ai 300 punti base, una soglia varcata solo alla vigilia della crisi dell'LTCM (Long-Term Capital Management) nel 1998 e nuovamente quasi 10 anni più tardi immediatamente prima dello scoppio della GCF. Sull'altra sponda dell'Atlantico, gli spread dei titoli ad alto rendimento europei erano stati solo occasionalmente più bassi nel periodo precedente il 2007 (grafico 4, diagramma di sinistra). La riduzione dei differenziali investment grade è stata meno marcata ma altrettanto costante.

Anche gli spread sovrani nelle economie emergenti (grafico 4, diagramma centrale) si erano ristretti ulteriormente fino a quando non sono stati investiti dalle stesse preoccupazioni che hanno interessato le obbligazioni statunitensi ad alto rendimento nell'ultima parte del periodo. Ciò nonostante, i differenziali dei credit default swap (CDS) sovrani si sono collocati sui minimi dalla fine della GCF. La tenuta degli spread sovrani e il buon andamento dei mercati azionari sono stati favoriti da afflussi di capitali sostenuti per tutto il 2017 (grafico 4, diagramma di destra).

Nel complesso, le condizioni finanziarie internazionali si sono paradossalmente allentate nonostante il persistente, ancorché cauto, inasprimento della Fed. I differenziali a termine si sono appiattiti nel mercato dei Treasury statunitensi, mentre altri mercati delle attività negli Stati Uniti e altrove sono stati dinamici. Nella prossima sezione si esaminano i potenziali motivi di questo andamento.

Un inasprimento sfuggente

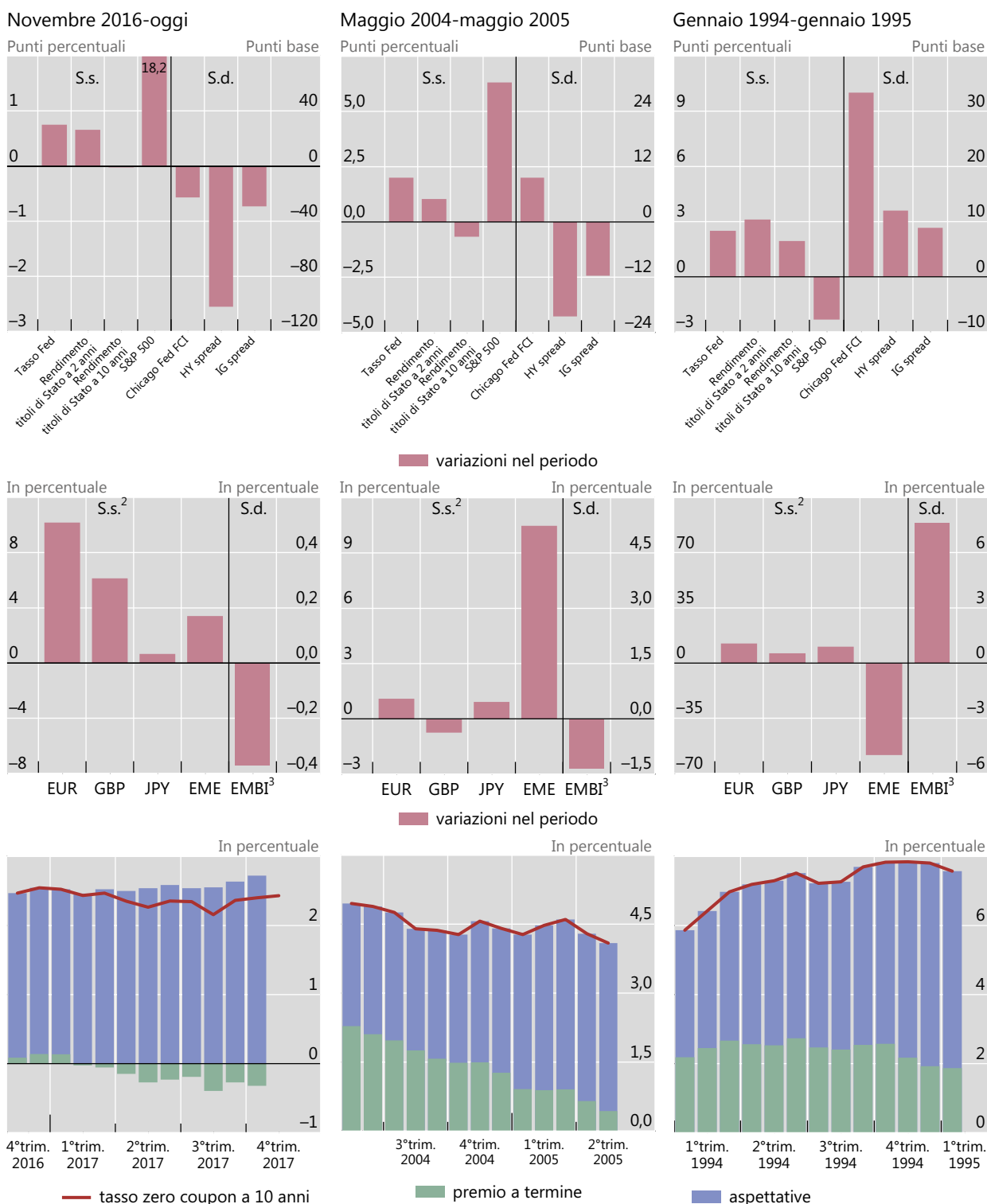
Negli ultimi 12 mesi le condizioni finanziarie si sono sensibilmente allentate nei mercati statunitensi, nonostante la graduale rimozione dell'orientamento accomodante da parte della Federal Reserve. Dopo il primo innalzamento dell'intervallo target per il tasso sui federal fund in quasi 10 anni nel dicembre 2015, il FOMC ha adottato ulteriori misure nella stessa direzione. Dallo scorso dicembre ha innalzato l'intervallo obiettivo altre tre volte, per complessivi 75 punti base. Infine, a ottobre ha iniziato a ridimensionare il proprio bilancio da \$4 500 miliardi, un intervento per cui aveva preparato i mercati finanziari almeno dalla riunione di marzo.

Tuttavia, gli investitori hanno sostanzialmente ignorato tali interventi. I rendimenti dei titoli del Tesoro statunitense a due anni sono saliti di oltre 60 punti base dal dicembre 2016, ma il rendimento della scadenza decennale è rimasto pressoché invariato (grafico 5, primo diagramma)¹. Inoltre, l'S&P 500 ha segnato un rialzo di oltre il 18% dallo scorso dicembre e gli spread delle obbligazioni societarie si sono di fatto ristretti, in alcuni casi anche significativamente. Nel complesso, il National Financial Conditions Index (NFCI) della Fed di Chicago ha registrato una tendenza al ribasso fino a un minimo da 24 anni, in linea con diverse altre misure delle condizioni finanziarie.

¹ In realtà, dopo il rialzo dei tassi della Fed di dicembre, e per la maggior parte del 2017, il rendimento dei titoli del Tesoro decennali era lentamente calato dal livello raggiunto dopo l'impennata post-elezioni USA, in parte per effetto del ridimensionamento delle aspettative di stimoli fiscali. La reazione al previsto avvio della progressiva riduzione del bilancio ha in una certa misura invertito tale calo.

Le variazioni dei mercati seguite ai recenti interventi della Fed ricordano "l'enigma" del 2004-05¹

Gráfico 5



¹ Ciascuna data mensile si riferisce alla fine del periodo eccetto l'ultima, che si riferisce al 21 novembre 2017. ² Un valore positivo indica un deprezzamento del dollaro USA. ³ Per il quarto e il quinto diagramma, JP Morgan EMBI Plus; per il sesto diagramma, JPMorgan EMBI.

Fonti: T. Adrian, R. Crump ed E. Moench, "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, ottobre 2013, pagg. 110-38; www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html; Barclays; Bloomberg; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Per molti versi, il ciclo di inasprimento attuale ha finora richiamato alla memoria quello della metà degli anni Duemila. Nel primo anno di tale ciclo, i mercati azionari avevano segnato un rialzo, mentre i rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine e gli spread creditizi erano diminuiti nonostante un'azione leggermente più decisa da parte della Fed (grafico 5, secondo diagramma). Ciò detto, allora il livello generale dell'NFCI aveva evidenziato almeno un modesto inasprimento. L'allora Presidente della Federal Reserve Alan Greenspan aveva definito il calo dei rendimenti a lungo termine un "enigma".

L'esperienza di questi due episodi contrasta nettamente con i precedenti cicli restrittivi. Nel 1994, ad esempio, gli interventi della Fed avevano provocato un netto aumento dei rendimenti a lungo termine, modeste perdite nei mercati azionari, un ampliamento degli spread creditizi e una corrispondente impennata dell'NFCI, a indicazione di un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie (grafico 5, terzo diagramma).

Anche l'attuale reazione del mercato nelle economie emergenti è stata più simile all'episodio della metà degli anni Duemila che non a quello del 1994. Questa volta, quando la Fed ha rimosso le misure espansive, le condizioni finanziarie sono rimaste calme nei mercati emergenti. Dal dicembre 2016 gli spread sovrani delle economie emergenti (misurati dall'indice EMBI) si sono ristretti e le valute emergenti si sono nel complesso apprezzate moderatamente nei confronti del dollaro USA (grafico 5, quarto diagramma). Si è osservato un andamento simile nel primo anno della fase di inasprimento della metà degli anni Duemila (quinto diagramma). Per contro, nel 1994 il differenziale misurato dall'EMBI era aumentato di quasi 800 punti base a fronte di un notevole deprezzamento delle valute emergenti (sesto diagramma).

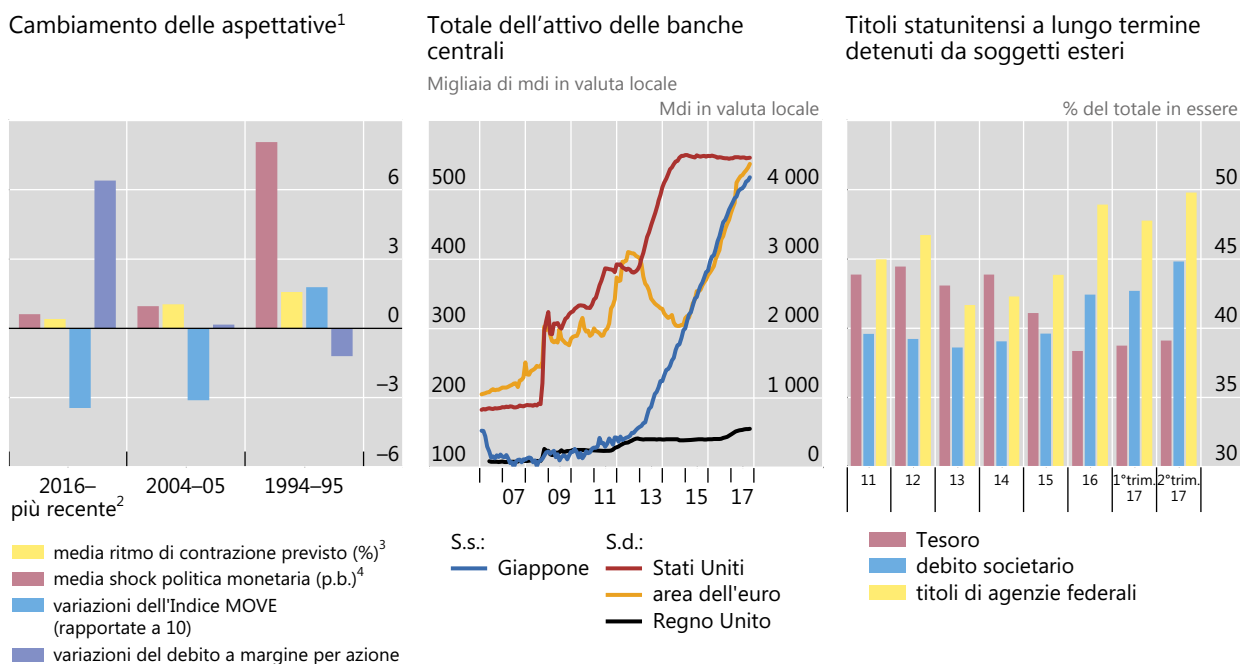
In tutti e tre i casi, il dollaro statunitense si è deprezzato nei confronti delle valute delle principali economie sviluppate, di riflesso all'andamento degli Stati Uniti rispetto alle altre economie avanzate. Nell'episodio più recente, il dollaro USA si è deprezzato per gran parte del 2017 in quanto le prospettive economiche sono migliorate in altre regioni (soprattutto nell'area dell'euro), ma nelle ultime settimane ha recuperato parte delle perdite precedenti.

L'evoluzione del premio a termine è alla base del diverso andamento del mercato nei vari episodi di inasprimento. Una scomposizione dei rendimenti dei titoli del Tesoro decennali in una componente di aspettative sui tassi futuri e in una componente costituita dal premio a termine indica che il calo del premio a termine ha spinto al ribasso i tassi a lungo termine sia nella fase attuale che durante l'episodio "enigma" della metà degli anni Duemila. In entrambi i casi la riduzione dei premi a termine stimati ha più che compensato la revisione al rialzo delle aspettative sul futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine (grafico 5, settimo e ottavo diagramma). Per contro, nel 1994 il premio a termine era inizialmente aumentato molto rapidamente, per poi stabilizzarsi e diminuire gradualmente nella parte successiva dell'anno. Ciò nonostante, era prevalsa la componente delle aspettative di rialzo dei tassi (nono diagramma). Il recente calo dei premi a termine è persino più sorprendente adesso rispetto al 2005, in quanto l'attuale processo di progressiva riduzione del bilancio è specificamente volto ad allentare la pressione sui premi a termine, compresi dagli acquisti di attività su larga scala.

La differenza tra gli ultimi due episodi e quello del 1994 riflette i cambiamenti verso una maggiore gradualità e prevedibilità delle strategie di inasprimento della Fed. Gli interventi della Fed nel 1994 sono stati aggressivi e comunicati in modo meno esauriente ai mercati. Per contro, la gradualità e la prevedibilità sono stati i tratti

Una reazione dei mercati determinata da gradualità, prevedibilità e divergenza delle politiche monetarie

Grafico 6



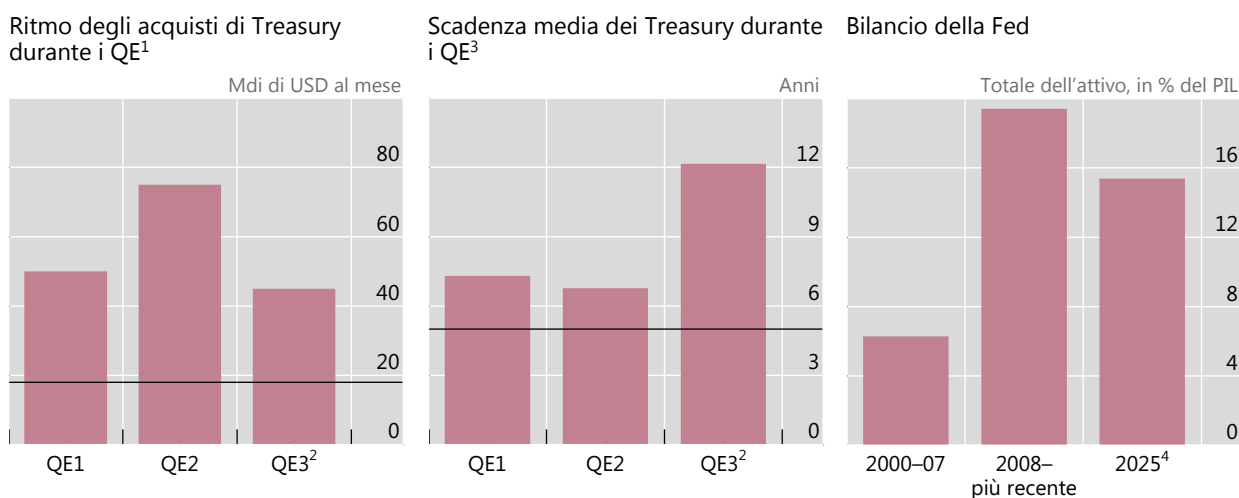
¹ I periodi sono rispettivamente novembre 2016–oggi, maggio 2004–maggio 2005 e gennaio 1994–gennaio 1995. ² Novembre 2017; per il debito a margine per azione, settembre 2017. ³ In base ai futures sull'eurodollaro. ⁴ Valore medio assoluto della variazione del tasso overnight index swap (OIS) alla data delle riunioni; sulla base del tasso OIS a un mese. Per il periodo 1994-95, tasso Libor a un mese con adeguamento ove il tasso OIS non sia disponibile.

Fonti: Federal Reserve Bank di Filadelfia; Department of the Treasury statunitense; Bloomberg; Datastream; SIFMA; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

caratterizzanti del ciclo di inasprimento attuale, in relazione sia al tasso ufficiale che all'adeguamento del bilancio.

Dal dicembre 2016, in media, le aspettative degli operatori sono state di un incremento di 40 punti base dei tassi ufficiali nei dodici mesi successivi (grafico 6, barre gialle nel diagramma di sinistra). Se il ciclo restrittivo della metà degli anni Duemila era stato anch'esso caratterizzato da aspettative di incremento graduale dei tassi, quello del 1994 fu piuttosto aggressivo. In media, le aspettative del mercato rispetto ai rialzi dei tassi di interesse da parte della Fed erano di 100 punti base l'anno a partire dal 2004 e di 160 nel 1994.

La gradualità ha altresì caratterizzato il programma di progressiva riduzione del bilancio annunciato a giugno. La prevista riduzione delle posizioni in titoli del Tesoro è inferiore a \$18 miliardi al mese in media sino alla fine del 2018. Il ritmo a cui le posizioni saranno ridimensionate sarà probabilmente nettamente inferiore a quello degli acquisti netti di Treasury durante i programmi di acquisto su larga scala, che sono andati da \$45 a 75 miliardi al mese (grafico 7, diagramma di sinistra). Gli investitori si aspettavano inoltre che il conseguente incremento della duration per il settore privato sarebbe stato modesto, almeno inizialmente. Alcuni operatori hanno stimato che gli strumenti emessi dal Tesoro per compensare i minori reinvestimenti della Fed avrebbero avuto scadenze più brevi di quelli rimossi dal mercato dagli



¹ La linea orizzontale indica USD 18 miliardi/mese, il limite medio di riduzione delle posizioni in titoli del Tesoro tra ottobre 2017 e dicembre 2018. La riduzione effettiva sarà probabilmente inferiore. ² Prima del tapering. ³ La linea orizzontale indica cinque anni, la scadenza media delle emissioni di Treasury aggiuntive stimata da alcuni operatori. ⁴ Proiezione basata sulle risposte alla *Survey of Primary Dealers* della Federal Reserve Bank di New York nel giugno del 2017.

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

acquisti su larga scala (diagramma centrale)². Vi è inoltre un crescente consenso tra gli operatori sul fatto che le dimensioni finali del bilancio cui la Fed intende arrivare saranno molto superiori a quelle precedenti la GCF. Ad esempio, i primary dealer intervistati a giugno dalla Federal Reserve Bank di New York hanno previsto dimensioni del bilancio di circa il 15% del PIL al 2025, a fronte del 6% prevalente prima della crisi (diagramma di destra)³.

Oltre a essere percepite come graduali, le decisioni di politica monetaria del ciclo attuale sono state ampiamente anticipate. Sono state poche o nulle le informazioni di mercato aggiuntive trasmesse dalle decisioni effettive sui tassi ufficiali. Misurata dal valore assoluto della variazione giornaliera dei tassi di interesse a breve termine nei giorni delle decisioni sui tassi ufficiali, la sorpresa è stata di meno di 1 punto base in media (grafico 6, barre rosse nel diagramma di sinistra). In linea con questo, l'incertezza sui tassi di interesse futuri, misurata dall'indice MOVE, è stata decisamente contenuta ed è persino diminuita durante la fase di inasprimento (barre blu nel diagramma di sinistra). La politica relativa al bilancio è stata altresì comunicata attentamente e ampiamente. Ad esempio, prima che la Fed annunciasse l'inizio effettivo del processo di normalizzazione nella riunione del FOMC di settembre 2017, l'87% dei primary dealer intervistati a settembre dalla Fed di New York aveva già anticipato l'annuncio.

² Il recente annuncio del Tesoro statunitense, che ha dichiarato che avrebbe mantenuto invariate le dimensioni delle aste di notes e obbligazioni sino alla fine del primo trimestre 2018, è parso confermare queste aspettative. Per compensare la mancata raccolta dovuta ai minori reinvestimenti della Fed, il Tesoro cambierebbe le dimensioni delle aste di Treasury bills e/o cash management bills, che hanno scadenze fino a un anno.

³ Le dimensioni previste dipendono dal mancato raggiungimento della soglia zero tra adesso e la fine del 2025. Data la probabilità non trascurabile di tornare a tale soglia, come ritenuto dagli operatori principali, le dimensioni incondizionate previste dovrebbero essere ancora maggiori.

Se i rialzi dei tassi nel 2004 erano stati caratterizzati da un'analogia prevedibilità, nel 1994 la Fed aveva colto di sorpresa gli operatori. Nell'episodio del 2004 i tassi di interesse a breve termine avevano registrato una variazione di solo 1 punto base circa in media nei giorni in cui la Fed aveva innalzato il tasso di interesse. L'indice MOVE era sceso di conseguenza. Per contro, nella fase di inasprimento del 1994 i tassi a breve termine si erano mossi di oltre 8 punti base nei giorni delle decisioni e l'indice MOVE era salito ulteriormente.

La gradualità e la prevedibilità potrebbero aver contribuito a un allentamento delle condizioni finanziarie. In assenza di spinte inflazionistiche imminenti, come quelle prevalenti nel 1994, nei due episodi più recenti l'approccio graduale della Fed potrebbe aver alimentato la convinzione degli investitori che la banca centrale non avrebbe rischiato di frenare la crescita e di incidere negativamente sulle valutazioni. Ciò potrebbe aver compresso i premi per il rischio tramite una riduzione dei rischi al ribasso percepiti. Inoltre, sono state effettuate ricerche sui vari modi in cui gli interventi prevedibili delle banche centrali, eliminando l'incertezza sul futuro, possono incoraggiare il ricorso alla leva finanziaria e all'assunzione di rischio.⁴ In effetti, mentre nel 1994 gli investitori hanno ridotto il debito a margine a sostegno delle proprie posizioni azionarie e nel 2004 non l'hanno aumentato, nell'anno trascorso il debito a margine ha registrato un incremento significativo (grafico 6, barre viola nel diagramma di sinistra).

L'orientamento relativamente accomodante delle altre principali banche centrali potrebbe anche aver favorito condizioni finanziarie più accomodanti nel ciclo attuale. I bilanci delle banche centrali hanno continuato a espandersi, mentre i rendimenti e i premi a termine sono rimasti bassi nella maggior parte delle principali economie avanzate (grafico 6, diagramma centrale). Di conseguenza, nonostante l'adozione di un orientamento più restrittivo da parte della Fed, la ricerca globale di rendimento ha alimentato un andamento molto positivo dei prezzi delle attività negli Stati Uniti. Ad esempio, la crescita della quota di titoli statunitensi a lungo termine detenuti da soggetti esteri, in particolare obbligazioni societarie e titoli di agenzie federali, ha accelerato nel secondo trimestre del 2017, dopo una battuta d'arresto nella parte precedente dell'anno (diagramma di destra).

Aumento delle valutazioni: atteggiamento compiacente dei mercati?

I cauti movimenti verso una normalizzazione della politica monetaria hanno ravvivato i timori di lunga data sulle valutazioni delle attività. I commenti degli osservatori si sono focalizzati sempre di più sul grado di inflazione dei prezzi delle attività che le politiche monetarie non convenzionali potrebbero aver immesso in diverse classi di attività. Le valutazioni del mercato azionario sono state oggetto di un esame particolarmente attento. Come ha illustrato l'ondata di vendite di metà novembre, gli spread delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e dei titoli di Stato dei mercati emergenti sono divenuti anch'essi più esposti a improvvise oscillazioni del clima di mercato. All'origine di queste incertezze vi sono gli interrogativi su come la

⁴ Cfr. C. Borio e H. Zhu, "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism", *Journal of Financial Stability*, vol. 8, n. 4, dicembre 2012, pagg. 236-51; e V. Bruno e H. S. Shin, "Cross-border banking and global liquidity", *Review of Economic Studies*, vol. 82, aprile 2015, pagg. 535-64.

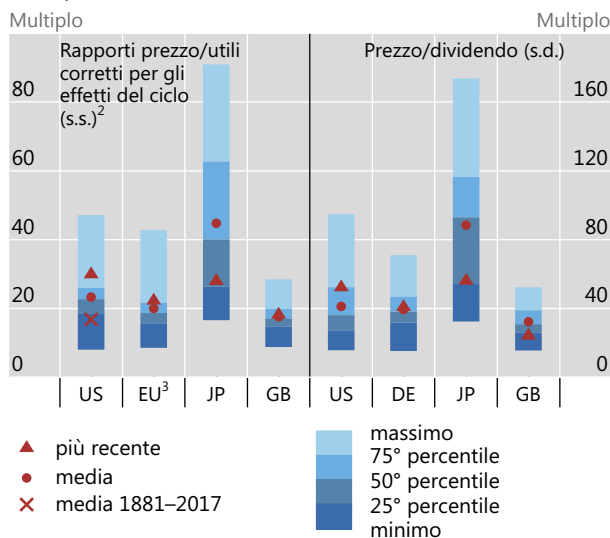
compressione dei premi a termine nei principali mercati dei titoli di Stato possa incidere sulle valutazioni di altre attività. Vi è inoltre notevole incertezza sui livelli che raggiungeranno quei rendimenti una volta normalizzate le politiche monetarie nelle principali giurisdizioni.

In base alle tradizionali misure di valutazione che adottano una visione di lungo periodo, alcuni mercati azionari sono apparsi chiaramente spumeggianti. Ai livelli recenti superiori a 30, il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (cyclically adjusted price/earnings ratio, CAPE) del mercato azionario statunitense ha superato la media post-1982 di quasi il 25%, collocandosi chiaramente nel quartile più alto della distribuzione (grafico 8, diagramma in alto a sinistra). Indubbiamente ciò è ancora inferiore allo straordinario massimo di 45 raggiunto durante la bolla dei titoli tecnologici della fine degli anni Novanta. Tuttavia, è quasi due volte la media di lungo termine calcolata nel periodo 1881-2017. Sebbene le serie disponibili non vadano

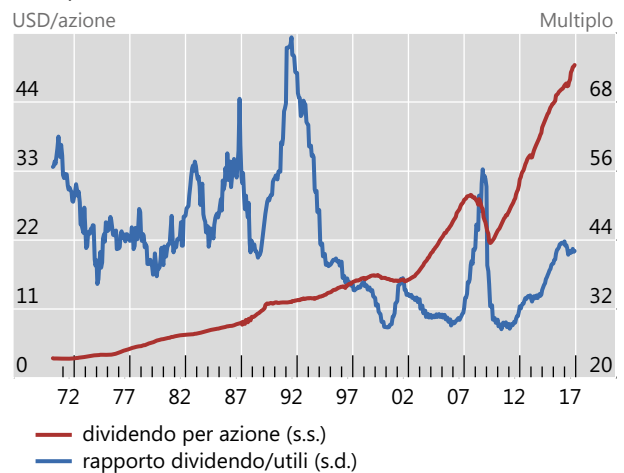
Multipli su livelli elevati nei mercati azionari

Grafico 8

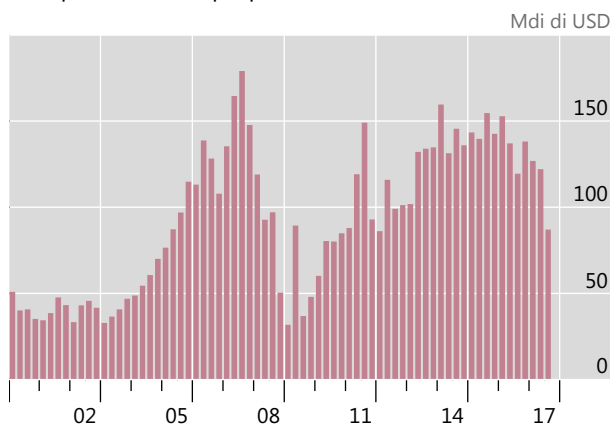
Multipli di valutazione delle azioni¹



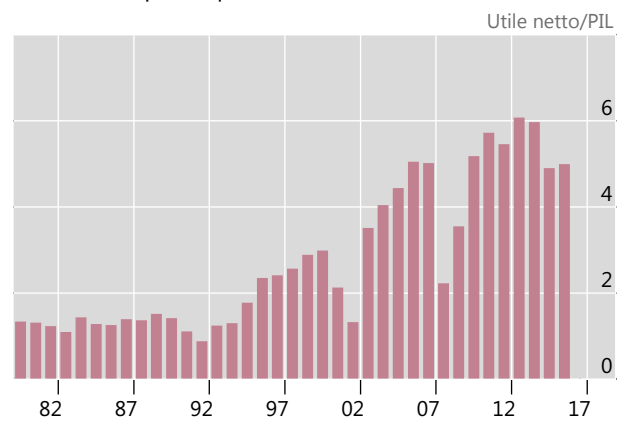
Multipli S&P 500



Riacquisti di azioni proprie S&P 500



Utili delle imprese quotate⁴



¹ Per il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (CAPE), 1982-2017. Per il rapporto prezzo/dividendi: per gli Stati Uniti, dicembre 1970-oggi; per la Germania, maggio 1997-oggi; per il Giappone, maggio 1993-oggi; per il Regno Unito, maggio 1993-oggi. ² Per ciascun paese/regione, il multiplo CAPE è calcolato come 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. ³ Economie europee avanzate incluse nell'indice MSCI Europe. ⁴ Utile netto delle società quotate; basato sull'indice azionario statunitense di Datastream.

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

così indietro nel tempo per le azioni europee e per quelle britanniche, i rispettivi CAPE erano in linea con le medie post-1982. Al contempo, il CAPE per le azioni giapponesi era inferiore al 50% della media di lungo periodo disponibile. I rapporti prezzo/dividendo hanno delineato un quadro simile.

Al contempo, i dividendi per azione delle società statunitensi sono aumentati a un ritmo molto più rapido a partire dalla GCF, destando interrogativi sulla loro sostenibilità di lungo periodo (grafico 8, linea rossa nel diagramma in alto a destra). In effetti, questa crescita più rapida è stata alimentata in parte da un significativo cambiamento delle politiche dei dividendi delle imprese, in quanto la quota di utile netto distribuita sotto forma di dividendi è aumentata di oltre la metà negli ultimi cinque anni (linea blu nel diagramma in alto a destra). La quota di utili distribuita sotto forma di dividendi è tornata ai livelli relativamente elevati osservati negli anni Settanta e, quindi, si sta forse avvicinando a una soglia massima. Gli elevati dividendi per azione sono stati altresì favoriti dai riacquisti di azioni proprie. Eccetto per una breve pausa nel 2008-09, vi sono stati significativi riacquisti di azioni proprie dagli inizi degli anni Duemila (diagramma in basso a sinistra). Se e quando i tassi di interesse inizieranno a salire, le imprese potrebbero essere incentivate a modificare la struttura del capitale a favore delle azioni, o per lo meno a ridurre i riacquisti di azioni proprie, il che potrebbe destare ulteriori interrogativi in merito alle valutazioni del mercato azionario.

Inoltre, il potenziale di rialzo per la crescita dei dividendi potrebbe essere limitato. Dalla metà degli anni Novanta l'utile netto delle imprese quotate è cresciuto rapidamente, di fatto molto più rapidamente del PIL statunitense: il rapporto tra utile netto delle imprese e PIL è salito da una media dell'1,5% negli anni Ottanta al 5,5% nella metà degli anni Duemila, e da allora ha oscillato intorno a tale livello (grafico 8, diagramma in basso a destra). Se l'utile netto continuasse a crescere a questo ritmo più modesto, di pari passo con il PIL nominale, le imprese non sarebbero in grado di continuare a incrementare i dividendi ai ritmi attuali e mantenere al tempo stesso costante la quota di utili distribuiti.

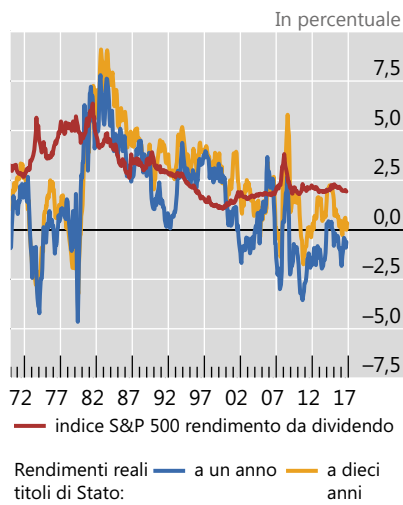
Le valutazioni dei mercati azionari sono parse molto meno esuberanti se confrontate con i rendimenti obbligazionari. Negli ultimi 50 anni, i rendimenti reali dei titoli del Tesoro a uno e dieci anni hanno oscillato intorno al rendimento da dividendi (grafico 9, diagramma di sinistra). Dopo essere sceso a quasi l'1% prima dello scoppio della bolla delle dotcom, il dividend yield è da allora aumentato continuamente e attualmente oscilla intorno al 2%. Al contempo, dalla GCF i rendimenti reali dei Treasury sono scesi a livelli molto più bassi rispetto al rendimento da dividendo e sono stati di fatto spesso negativi. Il confronto sembra indicare che le azioni statunitensi non erano particolarmente sopravvalutate se confrontate con i titoli del Tesoro.

Una certa esuberanza era presente anche nei mercati delle obbligazioni societarie persino in relazione ai principali titoli di Stato. Gli spread creditizi sono parsi piuttosto compressi, specie nel segmento dell'alto rendimento. Osservando i dati degli ultimi 20 anni, gli spread sulle obbligazioni societarie investment grade sia statunitensi che europee sono stati inferiori alle loro medie di lungo periodo (grafico 9, diagramma centrale). Nel segmento ad alto rendimento del mercato, i differenziali europei hanno quasi toccato i minimi storici, mentre negli Stati Uniti gli spread sono stati solo in prossimità del quartile più basso della distribuzione. Il differenziale di spread tra dollaro USA ed euro, esso stesso prossimo ai massimi al di

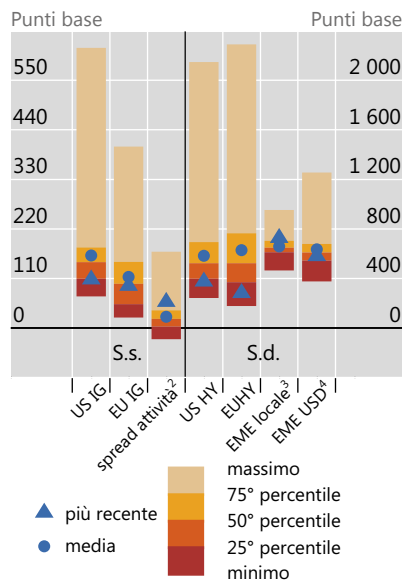
Gli investitori sono ottimisti nonostante la compressione sui mercati del reddito fisso

Grafico 9

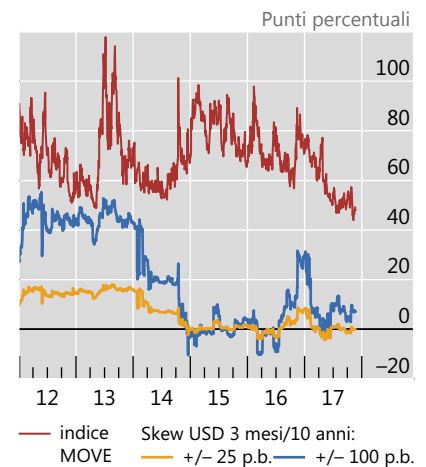
Rendimento da dividendo e rendimenti reali dei Treasury USA



Spread creditizi e sovrani¹



Indice MOVE e skew delle swaption



¹ 1998-oggi; per il debito emergente in valuta locale e in dollari USA, 2002-oggi. ² Divario degli spread societari, USA meno area dell'euro. ³ JPMorgan GBI-EM Index, scadenza 7-10 anni, rendimento a scadenza. ⁴ JPMorgan EMBI Global, scadenza 7-10 anni, rendimento a scadenza.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

fuori delle situazioni di tensione, ha contribuito alla recente espansione delle emissioni di titoli denominati in euro da parte di società statunitensi⁵.

Per contro, le obbligazioni sovrane dei mercati emergenti sono parse rimanere all'interno degli intervalli medi storici. Gli spread in valuta locale e in dollari USA sono stati relativamente più vicini alle rispettive medie storiche, risalendo agli inizi degli anni Duemila (grafico 9, diagramma centrale). Gli spread sui titoli di Stato denominati in valuta locale sono di fatto superiori alla media degli ultimi 15 anni. La compressione è maggiormente visibile nelle emissioni denominate in dollari statunitensi, in quanto gli spread dell'EMBI Global sono inferiori di circa 65 punti base alla media di lungo periodo, nel secondo quartile più basso della distribuzione. In passato, differenziali molto bassi per le obbligazioni ad alto rendimento statunitensi e per quelle sovrane dei mercati emergenti in dollari erano un segnale di tensioni a venire.

Nonostante queste considerazioni, gli investitori obbligazionari sono rimasti ottimisti. L'indice MOVE ha indicato aspettative di una volatilità molto bassa dei Treasury USA, mentre la curva di skew piatta per le swaption relative alle Treasury note a 10 anni ha evidenziato una bassa domanda di copertura dei maggiori rischi di tasso di interesse, persino alla vigilia dell'avvio della normalizzazione del bilancio della Fed (grafico 9, diagramma di destra). Ciò potrebbe lasciare gli investitori in una posizione sfavorevole in caso di incrementi inattesi dei rendimenti obbligazionari.

⁵ Questo è uno dei fattori che sembrano alla base della persistente violazione della parità coperta dei tassi di interesse. Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016 (testo integrale disponibile solo in inglese).

Le CCP possono ridurre le inefficienze del mercato dei pronti contro termine?

Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers ed Egemen Eren

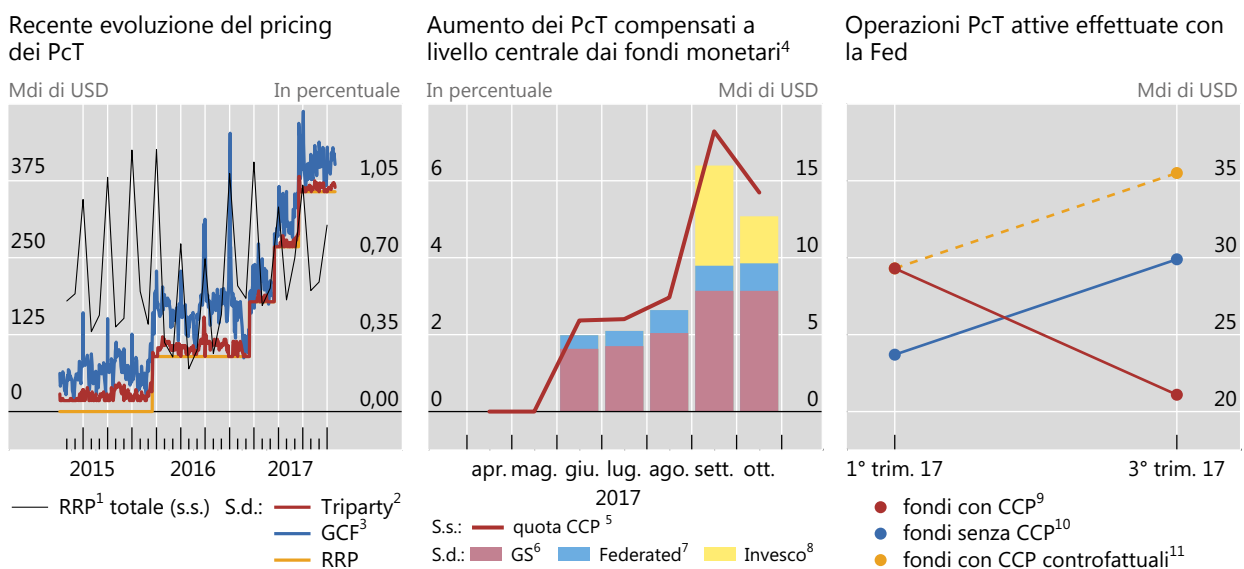
I mercati dei pronti contro termine (PcT) hanno assunto un ruolo sempre più importante nei mercati monetari internazionali a partire dalla Grande Crisi Finanziaria, in quanto la raccolta non garantita si è ridotta. Ma i mercati dei PcT rimangono segmentati. Negli Stati Uniti si è osservato uno spread persistente tra il General Collateral Financing (GCF) e i tassi dei triparty repo. I prenditori finali che non possono accedere al mercato triparty sostengono costi più elevati. I fondi monetari che non sono in grado di accedere ai mercati della consegna contro pagamento (delivery-versus-payment, DvP) o del GCF per prestare denaro contante accrescono il ricorso al programma di pronti contro termine attivi overnight (overnight reverse repurchase, ON RRP) della Federal Reserve, che paga un tasso più basso. Inoltre, la ritirata dei dealer dai mercati dei pronti contro termine alla fine di ogni trimestre genera impennate sia dei prezzi sia dei volumi: tanto i tassi GCF quanto il ricorso ai PcT da parte dei fondi monetari nell'ambito dell'ON RRP aumentano alla fine di ciascun trimestre (grafico A, diagramma di sinistra).

In questo contesto, un importante sviluppo recente è un cambiamento delle regole da parte della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), approvato dalla Securities and Exchange Commission a maggio. Tale cambiamento consente a una controllata della DTCC, la Fixed Income Clearing Corporation (FICC), di ampliare la disponibilità della compensazione nel mercato dei pronti contro termine a un insieme più ampio di investitori istituzionali. Tramite questo cambiamento di regole i fondi monetari possono fornire liquidità o titoli nei mercati DvP tramite un dealer sponsor.

Alcuni fondi monetari hanno già iniziato a compensare PcT tramite la FICC. Il numero totale di PcT oggetto di compensazione accentrata era pari a \$13 miliardi a fine ottobre 2017 (grafico A, diagramma centrale). I volumi sono

I PcT compensati sostituiscono le operazioni PcT attive effettuate con la Fed

Grafico A



¹ PcT attivi. ² Bank of New York Mellon Treasury Tri-Party Repo Index ("Treasury TRIP"). ³ DTCC GCF Repo Index (media ponderata dei contratti su Treasury). ⁴ Per le tre principali famiglie di fondi. I volumi degli altri PcT compensati sono modesti. ⁵ Quota dei PcT FICC compensati tramite una CCP. ⁶ Comprende i fondi "Financial Square Government Fund" e "Financial Square Treasury Obligations". ⁷ Comprende i fondi "Federated Government Reserves Fund" e "Federated Capital Reserves Fund". ⁸ Comprende i fondi "Government & Agency Portfolio", "Treasury Portfolio", "Premier U.S. Government Money Portfolio", "INVESCO Money Market Fund" e "INVESCO V.I. Money Market Fund". ⁹ Operazioni PcT attive effettuate con la Federal Reserve da fondi che investono con la FICC (note a piè di pagina 5-7). ¹⁰ Operazioni PcT attive effettuate con la Federal Reserve da fondi che appartengono alle stesse famiglie di fondi, ma che non compensano i PcT con la FICC. ¹¹ Operazioni PcT controfattuali effettuate con la Federal Reserve da parte di fondi che operano con la FICC, qualora avessero incrementato le operazioni con la Fed allo stesso modo dei fondi senza CCP delle stesse famiglie di fondi.

Fonti: Federal Reserve Bank di St Louis FRED; DTCC; Bank of New York Mellon; Office of Financial Research; elaborazioni BRI.

ancora modesti rispetto ai volumi totali nel mercato triparty o anche in confronto ad altri fondi appartenenti alla stessa famiglia, ma hanno registrato una crescita sostenuta. I pronti contro termine compensati a livello centrale hanno rappresentato circa il 6% dei volumi totali di PcT delle tre famiglie di fondi che hanno compensato i PcT tramite la FICC nell'ottobre 2017.

La risposta iniziale dei fondi monetari che compensano PcT tramite la FICC indica che la compensazione accentrata è in grado di ridurre la segmentazione del mercato. Vi sono già segnali di convergenza dei prezzi, in quanto le operazioni PcT compensate a livello centrale hanno guadagnato fino a 12 punti base in più rispetto all'indice dei tassi triparty^①. Inoltre, i fondi che hanno compensato operazioni tramite la FICC hanno ridotto il ricorso di fine trimestre all'ON RRP rispetto agli omologhi fondi (grafico A, diagramma di destra). Se questi fondi avessero invece incrementato i PcT attivi con la Fed allo stesso tasso dei loro omologhi, tali PcT attivi a fine settembre 2017 sarebbero stati di circa \$35 miliardi anziché gli effettivi \$21 miliardi, volume nettamente inferiore.

^① Fonte: moduli N-MFP trasmessi alla SEC.