

Il ritorno della volatilità

I mercati azionari di tutto il mondo hanno subito una brusca correzione a fine gennaio e inizio febbraio. Dopo una fase di rialzo costante protrattasi per diversi mesi, il cui apice era stato raggiunto con il mese di gennaio più positivo dagli anni novanta, la pubblicazione di un rapporto sul mercato del lavoro che rivelava un aumento dei salari degli Stati Uniti più marcato del previsto ha preannunciato una crescita dell'attività. Le valutazioni azionarie sono crollate, per poi riprendersi e scendere di nuovo, in un contesto di volatilità infragiornaliera a livelli inusuali. Questa correzione ha coinciso con l'aumento della volatilità nei mercati dei titoli di Stato. I rendimenti a lungo termine dei titoli del Tesoro avevano continuato a salire gradualmente da metà dicembre dato che gli investitori sembravano avere sempre più timori riguardo ai rischi di inflazione e all'impatto macroeconomico della riforma fiscale degli Stati Uniti. A fine gennaio un improvviso balzo dei rendimenti ha preceduto il crollo dei mercati azionari degli Stati Uniti e, successivamente, di altre economie avanzate (EA). I rendimenti dei titoli di Stato sono anch'essi aumentati in molte altre EA poiché la parallela ripresa dell'espansione mondiale ha portato gli investitori a scontare un'uscita dalle politiche non convenzionali meno graduale di quanto ci si aspettasse.

Nel periodo in rassegna, iniziato a fine novembre, gli operatori del mercato sono rimasti molto sensibili a ogni cambiamento che percepivano nei messaggi delle banche centrali. In linea con le attese, in dicembre la Federal Reserve ha innalzato la fascia obiettivo dei Fed fund di 25 punti base e ha proceduto alla riduzione del bilancio, come previsto. Oltre oceano, la BCE ha mantenuto il suo orientamento di politica monetaria e ha lasciato invariate le sue indicazioni prospettiche, comprese quelle riguardanti una scadenza illimitata per il termine del suo programma di acquisto di attività (PAA). La Bank of Japan ha reagito al miglioramento dei rendimenti a lungo termine, che è sembrato mettere alla prova la sua politica di controllo della struttura a termine, con un'offerta di acquisto di una quantità illimitata di titoli di Stato a lungo termine.

Gli scossoni che hanno colpito i mercati sono avvenuti in un generale contesto di debolezza del dollaro USA protrattasi per la maggior parte del periodo, accompagnata da un continuo allentamento delle condizioni creditizie e da una propensione al rischio imperterrita nella maggior parte delle classi di attività. Un breve episodio di fuga verso titoli sicuri associato al picco delle turbolenze sui mercati azionari ha fornito un sostegno solo limitato al dollaro. Né l'inasprimento costante da parte della Fed, né la recente ondata di vendite delle azioni hanno coinciso con un

ampliamento degli spread creditizi societari, che sono invece rimasti ai minimi storici. Anche l'interesse per le attività delle economie emergenti (EME) è rimasto forte. I mercati azionari si sono stabilizzati rapidamente e hanno ridotto le perdite. Allo stesso tempo, è parso che gli investitori obbligazionari avessero delle difficoltà nella valutazione dell'impatto complessivo di un quadro inflazionistico in evoluzione e dell'entità indefinita dell'offerta netta futura di titoli con scadenze più lunghe.

Correzione dei mercati azionari innescata dai timori sull'inflazione

I corsi azionari sono saliti in tutto il mondo dopo la quiete stagionale di Natale. Durante le prime settimane di gennaio, l'S&P 500 è aumentato di più del 6%, segnando uno degli inizi d'anno più positivi dalla fine degli anni novanta. In quelle settimane il Nikkei 225 è balzato del 4%, i mercati azionari delle EME di quasi il 10% e le azioni europee sono salite più del 3% (grafico 1, diagramma in alto a sinistra). Alla fine del mese, questo quadro così roseo è bruscamente cambiato. Il 2 febbraio, un rapporto su un mercato del lavoro USA più forte del previsto – che segnalava che il settore non agricolo aveva registrato 200 000 nuovi posti di lavoro in gennaio, mentre i salari erano aumentati del 2,9% sull'anno precedente – è sembrato alimentare le preoccupazioni degli operatori di mercato riguardo al delinearsi di una prospettiva inflazionistica. Le cifre sui salari erano al di sopra delle stime degli analisti ed erano accompagnate dalla pubblicazione della notizia che la creazione di posti di lavoro durante il 2017 era stata rivista al rialzo. Ma è stato soprattutto il marcato incremento annualizzato della retribuzione oraria ad attirare l'attenzione dei media, in quanto si tratta dell'aumento dei salari più alto dalla fine della recessione a metà 2009. Queste cifre sono state percepite come un elemento capace di portare la Federal Reserve a procedere più rapidamente a un inasprimento della sua politica monetaria.

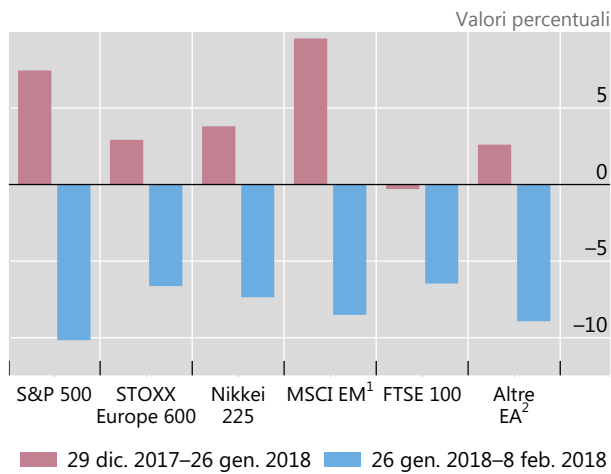
In seguito alla pubblicazione del rapporto, i mercati azionari mondiali sono crollati (grafico 1, diagramma in alto a destra). Nella settimana successiva alla pubblicazione, gli indici azionari hanno perso più di tutto quello che avevano guadagnato durante l'anno: l'S&P 500 è sceso di più del 10%, il Nikkei del 7%, i mercati azionari delle EME dell'8% e quelli dell'area dell'euro del 7% (diagramma in alto a sinistra). Vi sono stati segnali che le vendite forzate da parte di commodity trading adviser (CTA) e di altre società di momentum trading, in risposta alle perdite accumulate sulle loro posizioni cross-asset, avevano contribuito ad amplificare i movimenti del mercato che erano inizialmente di breve periodo. Successivamente i mercati azionari si sono stabilizzati e hanno registrato moderati guadagni alla fine di febbraio (diagramma in basso a sinistra).

I crolli dei mercati azionari sono stati accompagnati, e probabilmente intensificati, da un'impennata della volatilità. La volatilità delle azioni e del tasso di cambio – sia realizzata sia implicita – era calata per qualche tempo, toccando nuovi minimi storici all'inizio dell'anno (grafico 1, diagramma in basso a destra). Quando gli indici di mercato hanno iniziato a scendere, le volatilità implicite dei mercati azionari sono balzate alle stelle, specie per l'S&P 500, raggiungendo i livelli dell'agosto 2015, quando i mercati erano crollati improvvisamente a seguito dei cambiamenti della politica di cambio della Cina. Le volatilità implicite nei mercati delle obbligazioni e dei

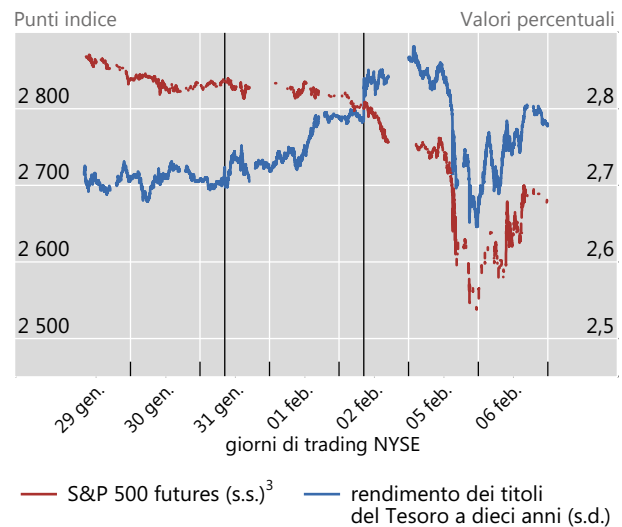
Il rapporto sul mercato del lavoro USA innesca un'ondata di vendite nel mercato azionario

Grafico 1

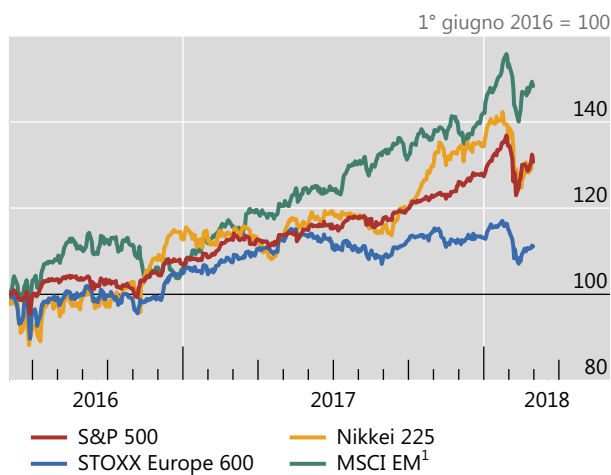
Le turbolenze sui mercati azionari si diffondono a livello mondiale



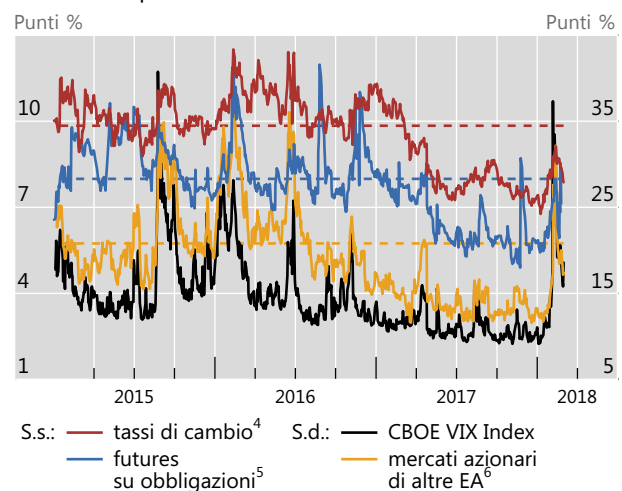
Pubblicazione di notizie e movimenti dei mercati infragiornalieri



Corsi azionari



Volatilità implicite



Le linee verticali nel diagramma in alto a destra indicano le 8:30 (EST) del 31 gennaio 2018 (pubblicazione dei documenti sul rifinanziamento trimestrale del Tesoro USA) e il 2 febbraio 2018 (pubblicazione del rapporto sul mercato del lavoro USA).

Le linee tratteggiate nel diagramma in basso a destra indicano le medie semplici per il periodo 1° gennaio 2010-27 febbraio 2018.

¹ MSCI Emerging Markets Index, in dollari USA. ² Corsi azionari di AU, CA, CH, DK, NO, NZ e SE; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ³ Contratto attuale. ⁴ 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). ⁵ 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. ⁶ Volatilità implicita degli indici EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

cambi sono anch'esse balzate, pur rimanendo intorno ai valori medi del periodo successivo alla Grande Crisi Finanziaria (GCF). Le dinamiche di volatilità sembrano essere state accentuate a livello infragiornaliero dai modelli di trading legati alle rapide correzioni delle posizioni di prodotti finanziari complessi che erano state usate per scommettere sulla volatilità persistentemente bassa dei mercati (Riquadro A).

I rendimenti obbligazionari aumentano ma le condizioni finanziarie rimangono espansive

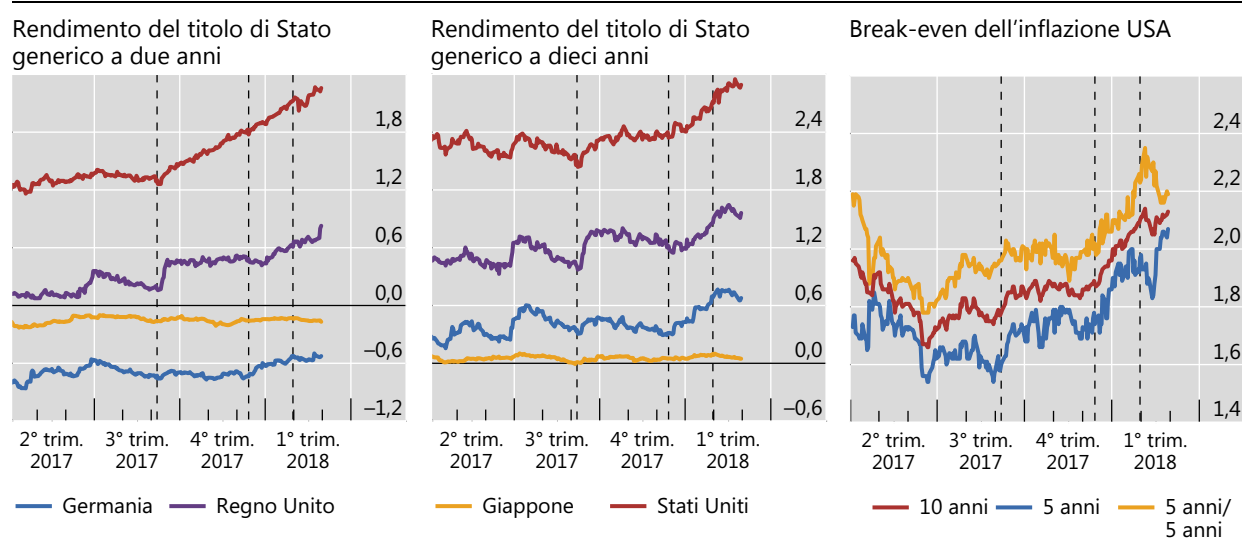
Un netto incremento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine degli Stati Uniti ha preannunciato le tensioni dei mercati azionari. I rendimenti obbligazionari, che erano progressivamente saliti di circa 35 punti base da metà dicembre, hanno registrato un netto rialzo nei primi due giorni di febbraio. Prima della pubblicazione del rapporto sulla inaspettata forza del mercato del lavoro USA del 2 febbraio, che aveva fatto balzare i rendimenti decennali di circa 5 punti base, gli investitori obbligazionari erano già stati scossi dall'annuncio, la mattina del 31 gennaio, del piano di rifinanziamento trimestrale del Tesoro USA (grafico 1, diagramma di destra). Il piano presentava aumenti inaspettati, seppur modesti, delle dimensioni delle aste di tutti i titoli nominali con cedola, incluse le obbligazioni benchmark a dieci e trent'anni.

L'aumento dei rendimenti a lungo termine ha accentuato la struttura a termine statunitense, che era stata piatta per la maggior parte dell'anno passato. I rendimenti a breve termine avevano continuato a salire dagli inizi di settembre del 2017 dato che l'avvio del processo di riduzione del bilancio della Federal Reserve sembrava imminente. Il rendimento a due anni ha registrato un incremento di quasi 100 punti base tra settembre e fine gennaio, superando di gran lunga l'andamento piatto che aveva prevalso durante la prima metà dell'anno passato (grafico 2, diagramma di sinistra). Nel frattempo, i rendimenti a lungo termine hanno seguito le scadenze più brevi, rimanendo sostanzialmente stabili sino a dicembre. Il successivo incremento dei rendimenti a più lunga scadenza ha coinciso con l'approvazione da parte del Congresso USA di un grande piano di riforma fiscale, che è stata vista come un probabile incentivo di una forte espansione fiscale (grafico 2, diagramma centrale).

I rendimenti a lungo termine aumentano con l'ampliamento dei break-even dell'inflazione

Valori percentuali

Grafico 2



Le linee tratteggiate indicano il 7 settembre 2017 (discorso di William Dudley presso la New York University), il 14 dicembre 2017 (il Congressional conference committee degli Stati Uniti arriva a un accordo sulla riforma fiscale) e il 31 gennaio 2018 (pubblicazione dei documenti sul rifinanziamento trimestrale del Tesoro USA e riunione del Federal Open Market Committee).

Fonti: Federal Reserve Bank of St Louis FRED; Bloomberg.

Il rafforzarsi di una prospettiva inflazionistica ha portato a un incremento dei rendimenti statunitensi a lungo termine nel periodo in esame. Guardando alle cifre mensili in retrospettiva, l'inflazione USA ha mantenuto livelli bassi e le misure basate su indagini delle stime inflazionistiche sono rimaste stabili. Ma un indice dei prezzi al consumo (IPC) più elevato di quanto ci si aspettasse a metà febbraio ha sottolineato le inquietudini degli operatori di mercato riguardo ai rischi futuri di inflazione, dato che la pubblicazione dei dati sull'IPC è stata seguita da un ulteriore incremento dei rendimenti e dalla debolezza dei mercati azionari.

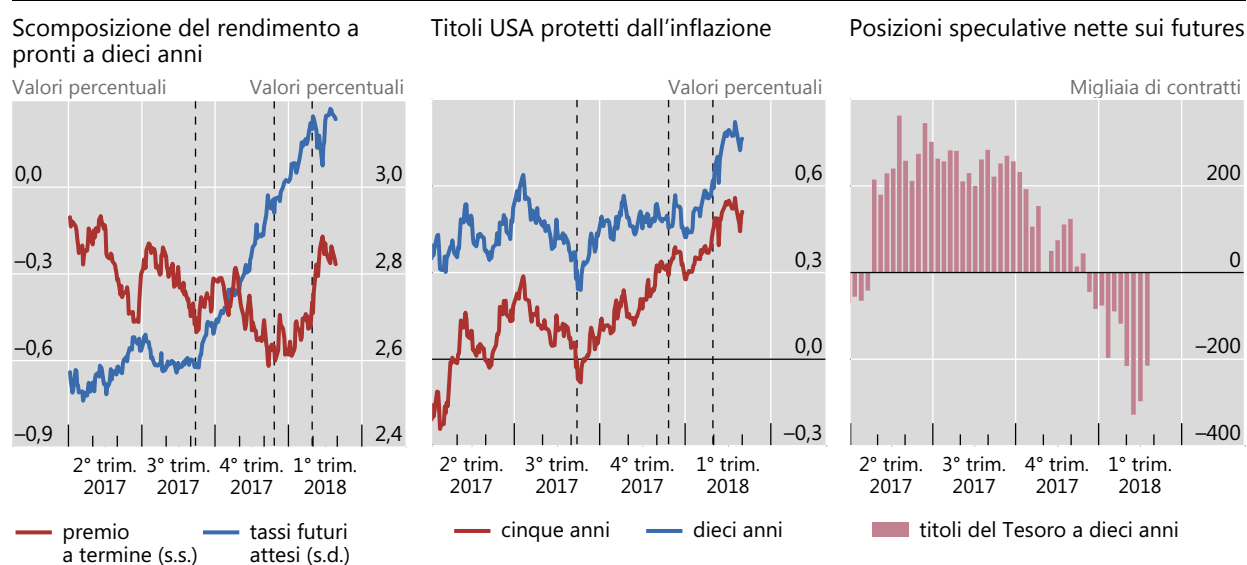
Le misure di mercato di compenso per l'inflazione sono aumentate notevolmente da metà dicembre. Il tasso di break-even a dieci anni tratto dal Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) statunitense ha passato la soglia del 2% poco dopo l'inizio del nuovo anno e ha poi continuato a salire. Altre misure hanno seguito percorsi comparabili (grafico 2, diagramma di destra). Le misure di mercato di compenso per l'inflazione sono diminuite in seguito alle turbolenze sui mercati, principalmente in relazione alla compressione dei rendimenti nominali dato che la fuga degli investitori verso titoli sicuri ha temporaneamente sopraffatto i mercati a reddito fisso. Sebbene i break-even dell'inflazione siano risaliti con l'attenuazione della volatilità dei mercati, alla fine di febbraio sono tornati ai livelli registrati appena prima delle turbolenze.

Negli ultimi mesi, anche i tassi di interesse futuri sono cresciuti al di sopra delle aspettative. In linea con il previsto graduale inasprimento della politica monetaria, la componente stimata prevista del tasso futuro dei rendimenti zero coupon a dieci anni è salita in modo costante dall'inizio di settembre (grafico 3, diagramma di sinistra). Sviluppi simili in tutta la gamma di scadenze portano ad aumenti delle scadenze più brevi dei titoli del Tesoro USA.

Il recente incremento dei tassi sui TIPS (che dovrebbero riflettere i rendimenti reali) potrebbe rivelare la contribuzione della crescita dei premi a termine all'aumento dei rendimenti nominali a lungo termine, in particolare dopo la scossa che ha colpito i mercati. Il rendimento dei TIPS a dieci anni ha reagito molto lentamente all'annuncio della Fed riguardo alla normalizzazione del bilancio di settembre, chiudendo lo spread rispetto ai TIPS a cinque anni (grafico 3, diagramma centrale). Ma dopo essersi stabilizzato in dicembre, questo spread si è di nuovo ampliato in seguito ai movimenti del mercato di inizio febbraio. Ciò è coerente con la traiettoria di alcune stime del premio a termine a dieci anni. Queste stime devono sempre essere lette con attenzione perché possono variare di molto a seconda delle caratteristiche del modello sottostante¹. Ciò nonostante, esse suggeriscono che mentre i premi a termine erano stati piatti o in calo da settembre fino a dicembre, hanno poi cominciato a crescere a gennaio prima di balzare a inizio febbraio (diagramma di sinistra).

In altre parole, un'improvvisa e persistente decompressione dei premi a termine all'inizio di febbraio e una contemporanea stabilizzazione dei break-even dell'inflazione, ha fatto crescere i rendimenti nominali e reali. Ciò fa ritenere che siano state le aspettative sull'inflazione a trainare i rendimenti sino a fine gennaio e che dopo lo siano stati i premi a termine. Il momento in cui è avvenuta la decompressione

¹ Quale sia la metodologia appropriata e la reale affidabilità di queste stime è tema di dibattito e oggetto di ricerche. In questo articolo ci basiamo sulle stime giornaliere fornite dalla Federal Reserve Bank of New York, che si basano sulla metodologia di T. Adrian, R. Crump ed E. Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n. 1, ottobre 2013, pagg. 110-38. Queste stime sono un barometro di mercato molto utilizzato perché sono disponibili gratuitamente a frequenza giornaliera e mensile. Cfr. anche "Premi a termine: concetti, modelli e stime", *87ª Relazione annuale*, giugno 2017.



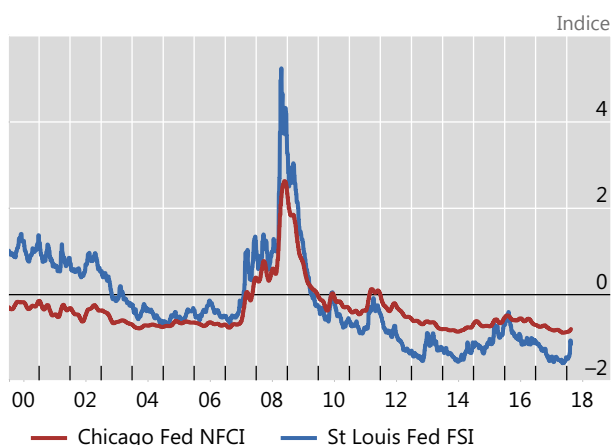
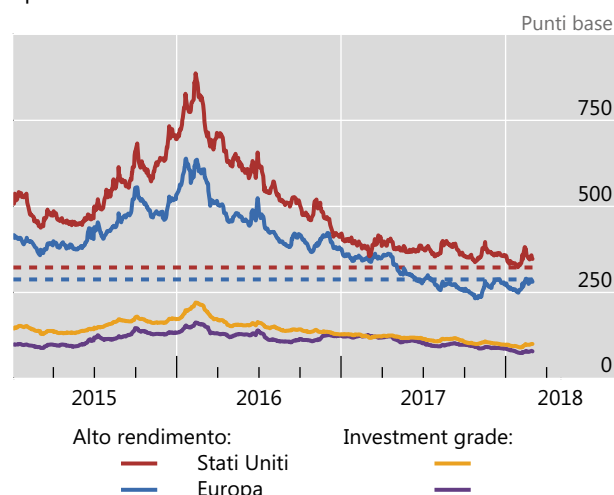
Le linee tratteggiate nel diagramma di sinistra e centrale indicano il 7 settembre 2017 (discorso di William Dudley presso la New York University), il 14 dicembre 2017 (il Congressional conference committee USA arriva a un accordo sulla riforma fiscale) e il 31 gennaio 2018 (pubblicazione dei documenti sul rifinanziamento trimestrale del Tesoro USA e riunione del Federal Open Market Committee).

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; US Commodity Futures Trading Commission; Bloomberg.

dei premi a termine, in seguito all'annuncio del piano di rifinanziamento trimestrale, suggerisce che il fatto che gli investitori si siano resi conto delle implicazioni per la futura offerta netta di titoli a lungo termine potrebbe aver svolto un ruolo determinante. Nel breve termine, tuttavia, le significative posizioni corte recentemente costituite dagli investitori speculativi potrebbero lasciare lo spazio a un'ulteriore volatilità e a cali occasionali dei benchmark di lungo periodo in episodi di "short squeeze" (grafico 3, diagramma di destra).

I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati anche altrove, ma soprattutto per le lunghe scadenze. Il parallelo rafforzamento dell'economia mondiale è stato visto come un elemento di supporto all'aumento dei tassi, specie a lungo termine, dato che è sembrato che gli investitori anticipassero un'uscita più veloce dalle politiche non convenzionali. Il rendimento del bund tedesco a dieci anni è arrivato quasi allo 0,80%, raddoppiando il livello di metà dicembre (grafico 2, diagramma di destra). La maggior parte di questo aumento si è verificato prima delle turbolenze sui mercati azionari, dopo le quali i rendimenti a lungo termine dei titoli di stato tedeschi si sono stabilizzati. I rendimenti a breve termine sono saliti in modo meno marcato (diagramma di sinistra); di conseguenza la struttura a termine della Germania si è complessivamente accentuata nel periodo in esame. In Giappone è invece rimasta pressoché costante, con i rendimenti a lungo termine che quasi non si sono mossi, in parte a causa della forte reazione della Bank of Japan alle crescenti pressioni sui rendimenti avute in febbraio.

Nonostante le turbolenze sui mercati azionari e l'aumento dei rendimenti, le condizioni finanziarie si sono mantenute molto accomodanti negli Stati Uniti, con segnali minimi di tensione generale (grafico 4, diagramma di sinistra). Di fatto, i mercati creditizi mondiali non si sono fatti scuotere da questi eventi. Anzi, gli spread sugli alti rendimenti di Stati Uniti e Europa si sono ristretti e stabilizzati dopo essere balzati a fine novembre. Quando sono iniziate le turbolenze a inizio febbraio, hanno

Condizioni finanziarie USA¹Spread societari²

Le linee tratteggiate nel diagramma di destra indicano le medie semplici per il periodo giugno 2005-giugno 2007.

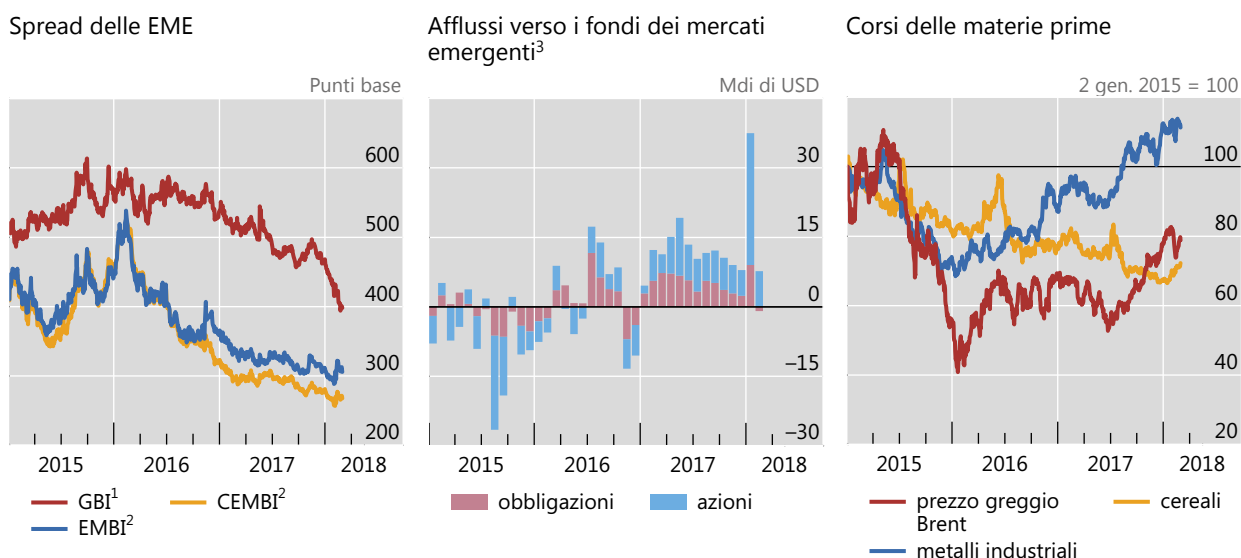
¹ Valori positivi/negativi del Chicago Fed National Financial Conditions Index (NFCI) indicano condizioni finanziarie che sono più rigide/rilassate della media. Valori positivi/negativi del St Louis Fed Financial Stress Index (FSI) indicano tensioni del mercato finanziario al di sopra/al di sotto della media. ² Option-adjusted spread.

Fonti: Datastream; ICE; elaborazioni BRI.

perso i guadagni di gennaio ma sono comunque rimasti a livelli molto prossimi ai minimi storici del pre-GCF (diagramma di destra). Gli spread societari investment grade hanno oscillato moderatamente per poi restringersi ulteriormente.

Le prospettive finanziarie sono rimaste solide anche nelle economie emergenti. Gli spread sovrani delle EME si sono compressi ulteriormente, in particolare nel segmento della valuta locale: durante il periodo in esame, gli spread in valuta locale sono scesi di 80 punti base in media, a fronte di una riduzione di 5 punti base degli spread dell'EMBI Global (grafico 5, diagramma di sinistra). Gli spread societari dell'EMBI si sono ristretti di circa 10 punti base durante il periodo in esame. Le performance positive dei mercati delle obbligazioni delle EME sono state sostenute da afflussi di capitale costanti, che hanno raggiunto un massimo storico pluriennale in gennaio, dopo aver registrato afflussi netti positivi durante tutto il 2017. Gli afflussi verso i fondi azionari delle EME sono stati più contenuti in febbraio, mentre i fondi obbligazionari hanno dovuto procedere a piccoli rimborsi (diagramma centrale). Non vi sono stati segnali di affievolimento dell'interesse per il debito delle EME e il credito verso altri prenditori meno consolidati. Infine, i prezzi del petrolio e di altre materie prime hanno registrato una certa volatilità durante le oscillazioni dei mercati azionari, probabilmente a causa del de-risking dei commodity trading adviser che ha amplificato i movimenti infragiornalieri. Ma tutti gli indici sulle materie prime hanno riportato guadagni netti alla fine del periodo (diagramma di destra)².

² Il trading nei mercati del credito e delle materie prime è stato stabile nonostante i timori di lunga data riguardo al fatto che le regolamentazioni del periodo successivo alla crisi sull'attività di market-making potessero ridurre la capacità di tenuta del mercato. Il riquadro B tratta di come le banche estere negli Stati Uniti, di cui alcune hanno un ruolo importante in quanto market-maker, abbiano reagito ad alcune di queste nuove regolamentazioni.



¹ Per l'indice JPMorgan GBI, spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni. ² Per gli indici JPMorgan EMBI Global e CEMBI, spread al netto del valore delle garanzie (stripped spread). ³ Somme mensili dei dati settimanali delle principali economie emergenti fino al mercoledì 21 febbraio 2018. 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.

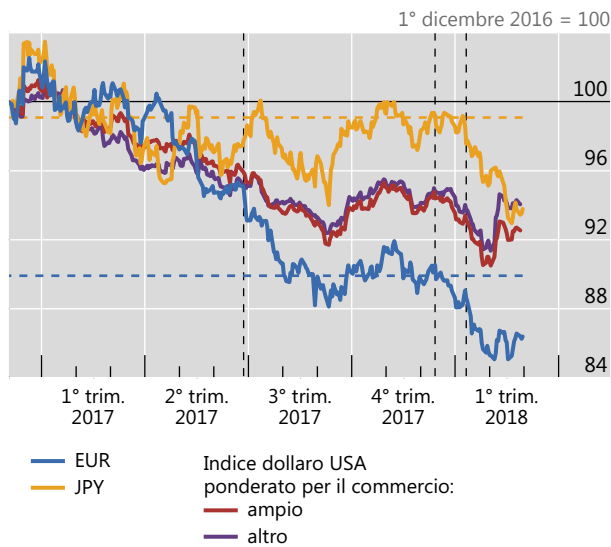
Fonti: Bloomberg; EPFR; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Persistente debolezza del dollaro

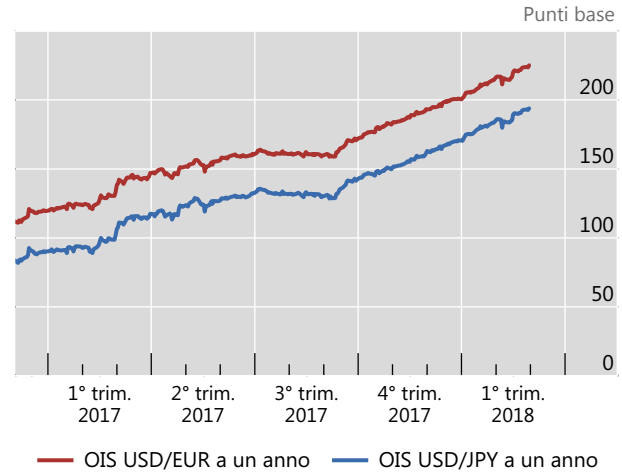
Gli sviluppi del mercato azionario e di quello obbligazionario si sono verificati in un contesto generale di debolezza del dollaro USA. Dall'inizio del 2017, il dollaro aveva continuato a deprezzarsi nei confronti della maggior parte delle altre valute. Questa tendenza si era brevemente interrotta con l'annuncio dell'inizio del ridimensionamento di bilancio della Federal Reserve in settembre ma è poi ripresa in dicembre. La correzione del mercato azionario l'ha interrotta solo per poco, in parte a causa della breve fuga verso titoli sicuri che aveva seguito l'annuncio. Alla fine di febbraio, la moneta era calata dell'1% rispetto all'inizio dell'anno, come calcolato dall'indice ampio basato sull'interscambio (grafico 6, diagramma di sinistra).

La persistente debolezza del dollaro è per diversi aspetti difficile da conciliare con gli sviluppi della politica monetaria. A dispetto della gradualità e della prevedibilità, la Federal Reserve ha continuato a inasprire costantemente la sua politica da dicembre 2016. La banca centrale ha nuovamente innalzato l'intervallo obiettivo dei Fed fund di 25 punti base nel dicembre 2017 e l'evoluzione futura dei tassi ufficiali, come illustrato dal cosiddetto "dot plot" delle previsioni dei membri del Federal Open Market Committee, non ha subito grosse variazioni. Al contrario, la BCE non ha fissato una data per il termine del suo PAA e ha previsto che i suoi tassi ufficiali principali rimanessero invariati per molto tempo anche dopo la fine del programma. La Bank of Japan ha reso noto che il suo programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo sarebbe continuato. Di conseguenza, lo spread tra i futuri attesi tassi a breve termine negli Stati Uniti, da un lato, e quelli dell'area dell'euro e del Giappone dall'altro ha continuato ad ampliarsi (grafico 6, diagramma di destra).

Tassi di cambio USD¹



Spread overnight index swap²



Le linee verticali tratteggiate nel diagramma di sinistra indicano il 27 giugno 2017 (apertura del forum della BCE a Sintra), il 14 dicembre 2017 (il Congressional conference committee USA arriva a un accordo sulla riforma fiscale) e l'11 gennaio 2018 (pubblicazione del verbale della riunione della BCE di dicembre).

Le linee tratteggiate orizzontali nel diagramma di sinistra indicano la media di lungo periodo per JPY (2 gennaio 1987-27 febbraio 2018) e EUR (4 gennaio 1999-27 febbraio 2018).

¹ Un aumento indica un apprezzamento del dollaro USA. ² Differenza tra l'overnight index swap (OIS) in dollari USA a un anno e l'OIS a un anno in euro/yen.

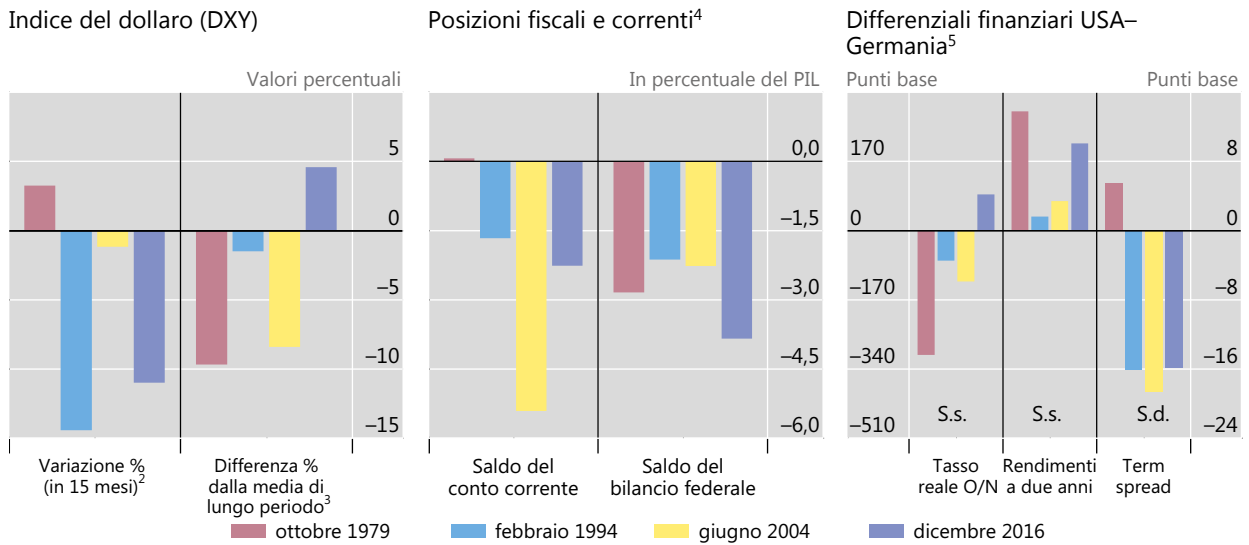
Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Ciò detto, la debolezza del dollaro durante un periodo di inasprimento della politica monetaria della Fed non è inusuale. Il dollaro si era deprezzato anche durante i due precedenti cicli di inasprimento della Federal Reserve, nel 1994 e nel 2004. Durante i primi 15 mesi del ciclo attuale, il dollaro ha perso l'11% nei confronti delle valute di altre EA, come calcolato dall'indice del dollaro DXY. In un intervallo di tempo analogo, il dollaro aveva perso circa il 14% durante l'inasprimento del 1994, relativamente più rigido, e solo l'1% durante quello più graduale del 2004 (grafico 7, diagramma di sinistra), secondo quanto mostrato dalle variazioni dell'indice DXY. Tuttavia, il dollaro si è invece apprezzato, sebbene moderatamente (3%), in un lasso di tempo comparabile durante l'inasprimento del 1979. Sia nel 1979 sia nel 1994, il dollaro si è apprezzato soprattutto dopo che il ciclo dell'inasprimento si era concluso.

La posizione del dollaro all'inizio del ciclo di inasprimento rispetto alla sua media di lungo periodo non spiega questi movimenti del tasso di cambio. I commenti degli osservatori sui mercati hanno evidenziato che la posizione relativamente forte del dollaro all'inizio dell'attuale ciclo di inasprimento è stato un fattore determinante del suo successivo indebolimento. E di fatto, nel dicembre 2016 il dollaro era di quasi il 5% sopra il valore medio del suo indice, calcolato sull'intero campione (grafico 7, diagramma di sinistra). Ma questa constatazione non vale per gli altri eventi. Sia nel 2004 (quando il deprezzamento era stato lieve) sia nel 1979 (quando il deprezzamento era stato moderato), l'episodio di inasprimento della politica monetaria era iniziato quando la moneta era tra l'8 e il 10% al di sotto della sua media di lungo periodo. Al contrario, nel 1994 il dollaro, che era lievemente al di sotto della sua media, si è deprezzato di quasi il 15% nei mesi seguenti.

La debolezza del dollaro durante una fase di inasprimento della Fed non è inusuale¹

Grafico 7



¹ Per ogni episodio di inasprimento, la data di inizio è mostrata nella didascalia e la data di fine è 15 mesi dopo. ² Un valore positivo indica un apprezzamento del dollaro USA. ³ Variazione percentuale dalla media di lungo periodo (1970–a oggi) all'inizio di ogni fase di inasprimento. ⁴ Le barre mostrano le medie nei periodi indicati con base nei dati trimestrali. ⁵ Il tasso reale è definito come la differenza tra il tasso overnight e l'inflazione complessiva. Il differenziale a termine è definito come la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e quelli a due anni (per i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi prima del 1989 esso è approssimato dal tasso overnight).

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

Allo stesso modo, l'attenzione degli osservatori del mercato per il ruolo dei "deficit gemelli" (fiscale ed esterno) non trova chiari riscontri nei dati. Certo, le posizioni correnti sono state lievemente positive nel 1979 (quando il dollaro si è apprezzato) e negative negli altri tre episodi (quando il dollaro si è deprezzato). Ma il disavanzo esterno nel 2004 era più del doppio rispetto a quello osservato nel 1994 e nel 2016 (grafico 7, diagramma centrale) e il dollaro si è deprezzato molto meno nel 2004. Sul lato fiscale, il rapporto medio deficit/PIL è stato pressoché simile nei primi tre episodi e più elevato in quello attuale. Ma in realtà il consolidamento fiscale era in corso nel 1994 quando il dollaro si è deprezzato in misura più forte, mentre si prevedeva che il deficit fiscale aumentasse negli altri episodi a causa dei significativi tagli alle imposte³. Se è difficile stabilire un collegamento diretto tra i deficit esterni e il tasso di cambio, è più probabile che i discorsi protezionistici negli Stati Uniti, così come le dichiarazioni dei funzionari di alto livello che sembravano avere l'obiettivo di deprezzare la moneta, abbiano contribuito all'indebolimento del dollaro.

I differenziali del term spread hanno avuto un andamento coerente con i movimenti del tasso di cambio osservati in questi quattro episodi. Le ricerche empiriche hanno mostrato che il differenziale del term spread tra due paesi aiuta a prevedere i movimenti del tasso di cambio delle loro monete. Il diagramma di destra del grafico 7 traccia un semplice "fatto stilizzato": il dollaro si è deprezzato ogniqualvolta il differenziale del term spread ha favorito altre valute, in questo caso la Germania. In altre parole, quando il term spread è stato tendenzialmente più elevato in Germania che negli Stati Uniti (anche se i tassi di per sé erano inferiori), il

³ Questo confronto deve essere preso con cautela perché i tempi delle varie misure sono stati diversi. In particolare, le misure fiscali sono state adottate in momenti diversi dei rispettivi cicli di inasprimento.

dollaro si è deprezzato, e viceversa. Non è detto che vi sia una spiegazione causale, ma è probabile che il segno del carry trade abbia contribuito a sostenere l'apprezzamento della moneta. Altri spread finanziari analizzati solitamente nella letteratura sul tasso di cambio non hanno avuto sviluppi coerenti tra questi quattro episodi di inasprimento.

Il deprezzamento del dollaro non è stato uniforme rispetto a tutte le valute. In particolare, l'euro ha dimostrato di essere particolarmente forte. Da dicembre 2016, l'euro si è apprezzato di circa il 14% nei confronti del dollaro. Al contrario, durante lo stesso intervallo, lo yen si è apprezzato del 6% e altre valute di poco meno del 6%. Dato che l'economia dell'area dell'euro ha continuato a crescere durante l'anno passato, gli investitori stavano scontando in modo crescente una fine più prossima delle aspettative delle politiche monetarie non convenzionali, il che ha sospinto ulteriormente la valuta. Sembra che il forum della BCE a Sintra a fine giugno del 2017 sia stato uno dei principali punti di svolta (grafico 6, diagramma di sinistra). Fino ad allora, l'euro si era mosso pressoché in tandem con lo yen e altre monete. Successivamente, si è separato dalle altre valute, rafforzandosi notevolmente e convergendo con la sua parità media di lungo periodo con il dollaro, prima che quest'ultimo si deprezzasse ulteriormente lo scorso dicembre. La flessione del dollaro da dicembre è sembrata relativamente generalizzata; anche lo yen, le cui negoziazioni erano state in una fascia del 5% più bassa rispetto al loro livello di dicembre 2016, si è rafforzato per posizionarsi ben al di sopra della sua parità media di 30 anni.

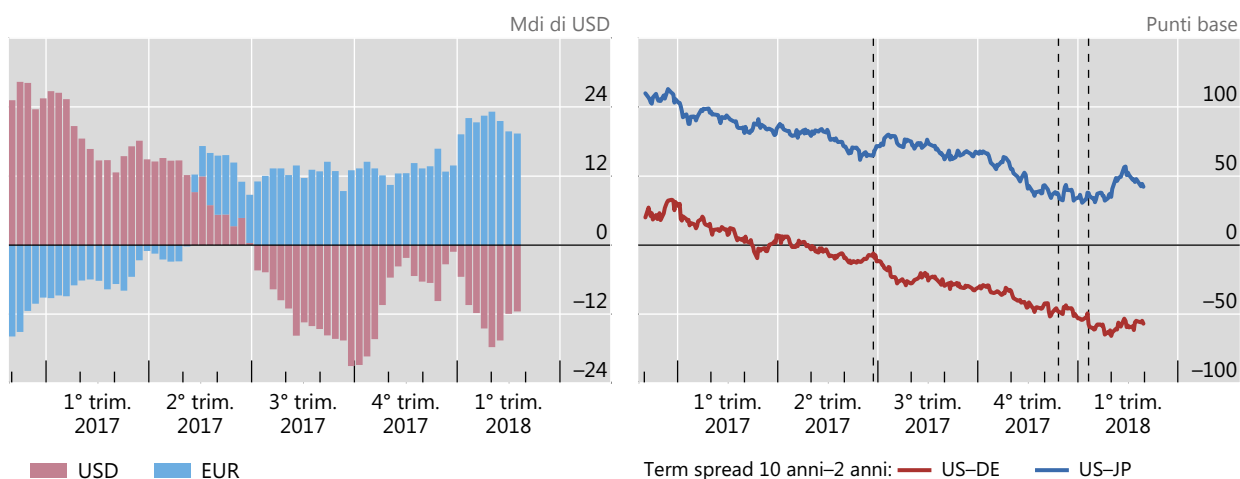
Il posizionamento sul mercato e il carry trade, almeno nel breve periodo, hanno aiutato l'euro. La posizione speculativa corta netta in euro, che gli investitori detenevano da lungo tempo, ha continuato a calare da fine 2016 e si è trasformata in una posizione lunga netta lo scorso giugno. Le posizioni lunghe in euro hanno registrato un'altra impennata alla fine dello scorso anno (grafico 8, diagramma di sinistra). Per il dollaro, è successo esattamente il contrario. Inoltre, dato che la curva

Il clima di mercato e il carry trade sostengono l'euro

Grafico 8

Posizioni speculative nette in futures del dollaro USA e dell'euro

Differenziali del term spread¹



Le linee tratteggiate nel diagramma di destra indicano il 27 giugno 2017 (apertura del forum della BCE a Sintra), il 14 dicembre 2017 (il Congressional conference committee USA arriva a un accordo sulla riforma fiscale) e l'11 gennaio 2018 (pubblicazione del verbale della riunione della BCE di dicembre).

¹ Sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato.

Fonti: Commodity Futures Trading Commission USA; Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA si è appiattita mentre quella dei bund tedeschi si è progressivamente accentuata, il term spread in Germania è diventato notevolmente più ampio di quello degli Stati Uniti per la prima volta dalla GCF (grafico 8, diagramma di destra). Il gap relativo a favore dei titoli di Stato della Germania e di altre economie europee core è arrivato a quasi 60 punti base a fine febbraio, a dispetto di alcuni restringimenti verificatisi quando i mercati sono stati disturbati dalle turbolenze.

La turbolenza del mercato azionario del 5 febbraio: il ruolo degli strumenti finanziari quotati legati alla volatilità

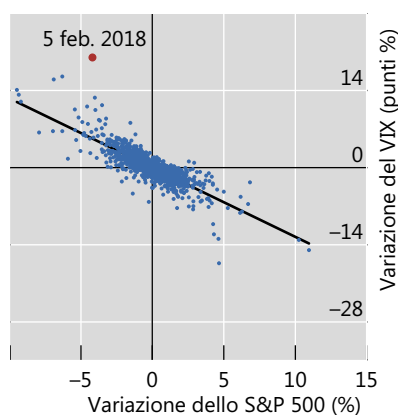
Vladyslav Sushko e Grant Turner

Il lunedì 5 febbraio l'indice S&P 500 ha perso il 4% mentre il VIX, una misura della volatilità implicita basata sui prezzi delle opzioni, è salito di ben 20 punti. Storicamente, i ribassi delle quotazioni azionarie tendono ad essere associati a un aumento della volatilità e quindi a un rialzo del VIX. Tuttavia, l'incremento del VIX di quel giorno ha notevolmente superato ciò che ci si sarebbe aspettati sulla base della relazione storica (grafico A1, diagramma di sinistra). Si è trattato infatti del maggior rialzo giornaliero del VIX dal crollo del mercato azionario del 1987.

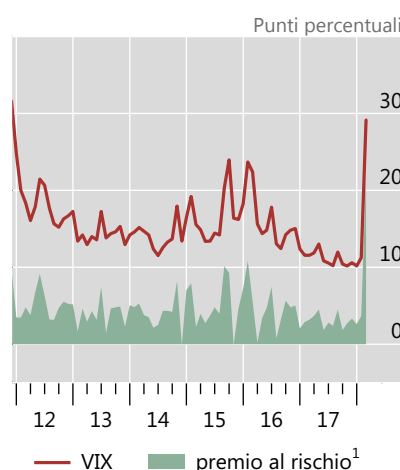
Rischio di una repentina inversione della volatilità: patrimoni e rendimenti di complessi ETP sulla volatilità

Grafico A1

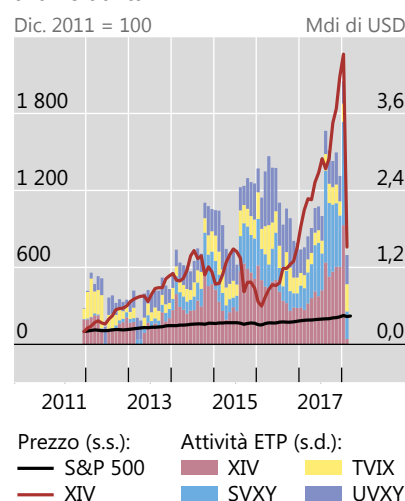
Andamento giornaliero del VIX e rendimenti dell'S&P, 2004-18



VIX e premi per il rischio di volatilità



Patrimoni e prezzi degli ETP legati alla volatilità



SVXY = ProShares Short VIX Short-Term Futures (esposizione corta alla volatilità/breve termine), TVIX = VelocityShares Daily 2x VIX Short-Term ETN (esposizione lunga a leva alla volatilità/breve termine), UVXY = ProShares Ultra VIX Short-Term Futures (esposizione lunga a leva alla volatilità/breve termine), VIX = CBOE VIX Index; XIV = VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term ETN (esposizione corta alla volatilità/breve termine).

¹ Differenza tra la volatilità implicita e la proiezione della volatilità realizzata; per ulteriori informazioni 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.

Fonti: Commodity Futures Trading Commission statunitense; Bloomberg; Chicago Board Options Exchange; Oxford-Man Institute; elaborazioni BRI.

Il VIX è un indice della volatilità implicita a un mese costruito sulla base dei corsi delle opzioni sull'S&P 500 per una molteplicità di prezzi di esercizio. Gli operatori di mercato possono utilizzare opzioni su azioni o futures sul VIX per coprire le loro posizioni di mercato o per assumere esposizioni rischiose alla stessa volatilità. Le negoziazioni di entrambe le tipologie di strumenti derivati possono incidere sul livello del VIX.

Essendo ricavato dai prezzi delle opzioni, teoricamente il VIX è la somma della volatilità futura attesa e del premio per il rischio di volatilità. Stime basate su modelli indicano che il rialzo del VIX del 5 febbraio ha ampiamente superato la variazione delle aspettative sulla volatilità futura (grafico A1, diagramma centrale). L'entità del premio per il rischio (ossia il residuo del modello) suggerisce che l'impennata del VIX sia stata in gran parte il frutto di dinamiche interne dei mercati delle opzioni su azioni e dei futures sul VIX. In effetti, la considerevole espansione del mercato dei futures sul VIX (le dimensioni del mercato, il cosiddetto open interest totale, sono salite da circa 180 000 contratti nel 2011 a 590 000 nel 2017) fa sì che tali dinamiche abbiano probabilmente avuto un impatto crescente sul livello del VIX.

Tra i sempre più numerosi utilizzatori dei futures sul VIX vi sono gli emittenti di ETP (exchange-traded product) legati alla volatilità. Questi prodotti consentono agli investitori di negoziare la volatilità con finalità di copertura o di speculazione. Gli emittenti di ETP legati alla volatilità a leva assumono posizioni lunghe in futures sul VIX per moltiplicare i rendimenti rispetto al VIX; ad esempio un ETP sul VIX con leva 2 e patrimoni per \$200 milioni raddoppierebbe i guadagni (o perdite) giornalieri per i propri investitori utilizzando la leva per assumere una posizione con nozionale pari a \$400 milioni in futures sul VIX. Gli ETP legati alla volatilità ad esposizione inversa assumono posizioni corte in futures sul VIX in modo da permettere agli investitori di scommettere su un calo della volatilità. Per mantenere l'esposizione target, gli emittenti di ETP a leva e ad esposizione inversa ribilanciano i portafogli con frequenza giornaliera negoziando derivati legati al VIX, di solito nell'ultima ora della giornata di contrattazione.

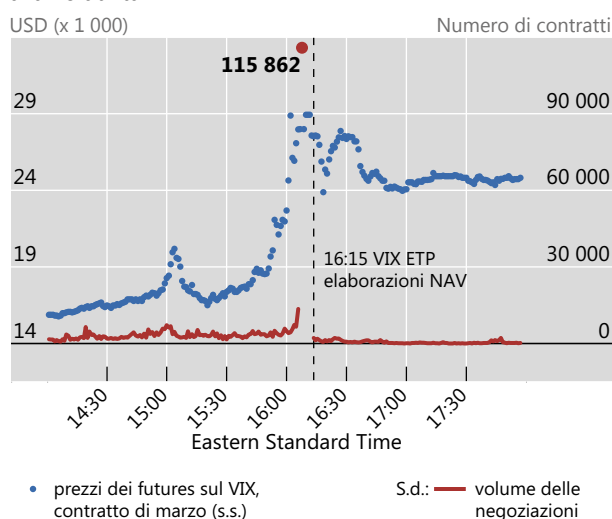
I patrimoni di determinati ETP legati alla volatilità a leva e ad esposizione inversa si sono notevolmente ampliati negli ultimi anni, raggiungendo circa \$4 miliardi a fine 2017 (grafico A1, diagramma di destra)①. Anche se sono presentati agli investitori come prodotti di copertura a breve termine, numerosi operatori li utilizzano per effettuare scommesse a lungo termine sul permanere della volatilità su livelli bassi o su un suo calo. Data la tendenza storica degli aumenti della volatilità ad essere piuttosto marcati, queste strategie possono essere considerate come "raccoliere monetine davanti a un rullo compressore".

Anche se le posizioni aggregate in questi strumenti sono relativamente modeste, le strategie di trading sistematico degli emittenti di ETP legati alla volatilità a leva o ad esposizione inversa sembrano essere state un fattore chiave dell'impennata della volatilità osservata nel pomeriggio del 5 febbraio②. Dato l'aumento del VIX nella prima parte della giornata, gli operatori potevano aspettarsi che gli ETP a leva lunghi sulla volatilità avrebbero ribilanciato le loro posizioni per acquistare ulteriori futures sul VIX alla fine della giornata al fine di mantenere la loro esposizione giornaliera target (ad esempio due o tre volte il loro patrimonio). Sapevano anche che gli ETP sulla volatilità ad esposizione inversa avrebbero acquistato futures sul VIX per coprire le perdite sulla loro posizione corta in futures sul VIX. Quindi, sia gli ETP lunghi sia quelli corti sulla volatilità erano costretti ad acquistare futures sul VIX. Il ribilanciamento da parte di entrambe le tipologie di fondi avviene appena prima delle 16:15, quando pubblicano il loro valore patrimoniale netto giornaliero. Pertanto, dal momento che il VIX era già salito dalla precedente giornata di contrattazioni, gli operatori sapevano che entrambe le tipologie di ETP sarebbero state posizionate dallo stesso lato del mercato dei futures sul VIX subito dopo la chiusura del mercato azionario di New York. Lo scenario era già scritto.

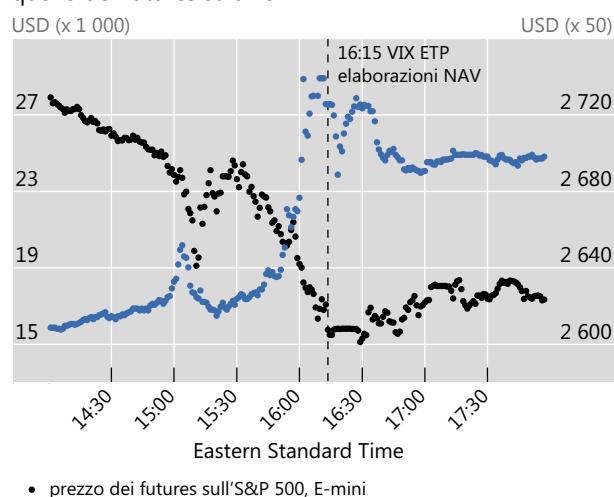
Andamento dei futures sul VIX del 5 febbraio e ricadute sui futures su azioni

Grafico A2

Prezzi dei futures sul VIX e ribilanciamento per ETP legati alla volatilità



Il prezzo dei futures legati alla volatilità condiziona quello dei futures su azioni



Fonti: Thomson Reuters Tick History; elaborazioni BRI.

Vi sono stati segnali che altri operatori hanno iniziato a scommettere al rialzo sui prezzi dei futures sul VIX alle 15:30 circa in previsione del ribilanciamento di fine giornata da parte degli ETP legati alla volatilità (grafico A2, diagramma di sinistra). Dato il carattere automatico del ribilanciamento, l'aumento del prezzo dei futures sul VIX ha costretto a effettuare acquisti persino maggiori di futures sul VIX da parte degli ETP, creando in tal modo un circolo vizioso. I dati sulle transazioni mostrano un'impennata dei volumi di negoziazione a 115 862 contratti futures sul VIX, ossia all'incirca un quarto dell'intero mercato, e a prezzi fortemente inflazionati nell'arco di un minuto alle 16:08. Il valore di uno degli ETP legati alla volatilità a esposizione inversa, XIV, è sceso dell'84% e il prodotto è stato successivamente liquidato^③.

Nel giorno in esame sono emerse anche ricadute sul mercato azionario. Ad esempio, i massimi e i minimi dei prezzi dei futures sul VIX hanno condizionato quelli dei futures sull'S&P (E-mini) (grafico A2, diagramma di destra). Un canale di propagazione è stato quello dei dealer in futures sul VIX, che hanno coperto la loro esposizione legata alla vendita di futures sul VIX agli ETP tramite posizioni corte su futures E-mini, esercitando in tal modo ulteriori pressioni al ribasso sulle quotazioni azionarie. Inoltre, le normali strategie di arbitraggio algoritmiche tra ETF, mercati dei futures e mercati a pronti hanno mantenuto un'elevata correlazione tra le dinamiche di mercato. Nell'insieme della giornata l'indice S&P 500 ha perso il 4,2%, una variazione giornaliera pari a 3,8 deviazioni standard.

Complessivamente, l'andamento dei mercati del 5 febbraio ha fornito un'ulteriore dimostrazione di come le strutture a leva sintetiche possano creare e amplificare le oscillazioni del mercato, anche se i principali operatori sono di per sé relativamente piccoli. Per gli investitori, ciò ha rappresentato un chiaro avvertimento in merito ai rischi sproporzionati legati alle strategie speculative che utilizzano derivati complessi.

① I quattro prodotti illustrati comprendono exchange-traded fund (ETF), che forniscono agli investitori esposizione al rischio di mercato, nonché exchange-traded note (ETN), che sono titoli di debito garantiti dal credito degli emittenti ed espongono gli investitori sia al rischio di mercato sia al rischio di credito. ② Né le dimensioni né le complesse strategie degli ETP legati alla volatilità a leva e ad esposizione inversa sono rappresentative del più ampio mercato degli ETP; cfr. V. Sushko e G. Turner, "What risks do exchange-traded funds pose?", Banque de France, *Financial Stability Review*, di prossima pubblicazione. ③ Come avviene in genere con i titoli di debito, gli ETN presentano spesso un'opzione call a favore dell'emittente che protegge quest'ultimo dalle perdite. Nel caso di XIV, le condizioni di liquidazione (chiamata "accelerazione" nel prospetto informativo) prevedono una perdita pari o superiore all'80% rispetto al valore di chiusura indicativo del giorno precedente.

Le nuove società holding intermedie statunitensi: riduzione o spostamento delle attività?

Lawrence L. Kreicher e Robert N. McCauley

Il recente episodio di volatilità che ha interessato il mercato obbligazionario statunitense ha ridestato preoccupazioni di lunga data sulla capacità di market making, specie per le obbligazioni societarie^①. Questo riquadro esamina la reazione dei bilanci delle "foreign banking organisation (FBO) con grandi broker-dealer statunitensi all'attuazione della legge Dodd-Frank. La loro capacità di market making di obbligazioni societarie e di agenzie statunitensi non ha risentito della riduzione delle attività legata ai nuovi requisiti patrimoniali statunitensi.

Questa legge ha imposto alla Federal Reserve di rafforzare gli standard prudenziali per le holding bancarie (bank holding companies, BHC) con attività superiori a \$50 miliardi, anche tramite prove di stress, piani patrimoniali e testamenti biologici^②. Sul principio di "trattamento nazionale", la Fed ha imposto alle FBO con attività per \$50 miliardi o più in affiliate statunitensi (note anche come "non-branch") di riunire tutte le loro succursali statunitensi sotto una società holding intermedia (intermediate holding company, IHC) entro il 1° luglio 2016.

Le banche estere hanno modificato la loro operatività e le loro strutture legali in risposta al requisito IHC in diversi modi. Alcune hanno ridotto le attività delle società affiliate in misura sufficiente a evitare semplicemente il requisito IHC. Altre avevano già capitalizzato separatamente le BHC, convertendole in IHC, e mantenuto o incrementato le attività. Poiché queste ("vecchie") IHC avevano in gran parte adeguato la loro operatività ai requisiti patrimoniali della controllante, le consideriamo come gruppo di controllo. Infine, cinque FBO con primary dealer della Fed, che avevano costituito nuove IHC, hanno da allora ridotto le attività di queste ultime (tabella B) e sembrano aver spostato le attività verso le loro filiali bancarie offshore e statunitensi non soggette ai requisiti patrimoniali statunitensi.

Holding intermedie di banche estere negli Stati Uniti

Tabella B

Nuove	Attività mdi di \$ 3° trim. 17	Variazione sul 3° trim. 16 media	Primary dealer?	G-SIFI ¹ 11/17?	Vecchie	Attività mdi di \$ 3° trim. 17	Variazione sul 3° trim. 16 media	Primary dealer?	G-SIFI ¹ 11/17?
Credit Suisse	220	-9,0%	Sì	1	Toronto Dominion	374	11,7%	Sì	
Barclays	175	-29,4%	Sì	1	HSBC	286	-6,9%	Sì	3
Deutsche Bank	165	-33,6%	Sì	3	MUFG	155	3,7%		2
UBS	146	-23,4%	Sì	3	Royal Bank of Canada	138	-5,6%	Sì	1
BNP	146	-5,7%	Sì	2	Santander	132	-5,7%		1
<i>Totale parziale</i>	<i>852</i>			<i>Media = 2</i>	Bank of Montreal	131	1,8%	Sì	
					BBVA	86	-5,7%		
Totale generale	2 154				<i>Totale parziale</i>	<i>1 302</i>			<i>Media = 1</i>

¹ Per le G-SIFI, i numeri indicano segmenti che corrispondono ai seguenti requisiti patrimoniali aggiuntivi: 3 = 2% aggiuntivo; 2 = 1½% aggiuntivo; 1 = 1% aggiuntivo.

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System, FR Y-9C; Federal Reserve Bank di New York; Financial Stability Board, *Elenco 2017 delle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB)*, 21 novembre.

Cinque banche presenti in un "elenco illustrativo" della Federal Reserve del 2014 di 17 banche^③ che avrebbero potuto dover costituire IHC hanno finito per ridurre le attività delle affiliate in misura tale da *non* essere tenute a farlo. Una delle cinque, Royal Bank of Scotland, si era impegnata nei confronti del suo principale azionista, il Tesoro britannico, a ridurre le dimensioni indipendentemente dalla soglia IHC. Delle altre, Société Générale aveva attività affiliate per oltre \$50 miliardi ancora sino al 30 giugno 2015 ma è riuscita a ridurle al disotto della soglia entro fine anno^④.

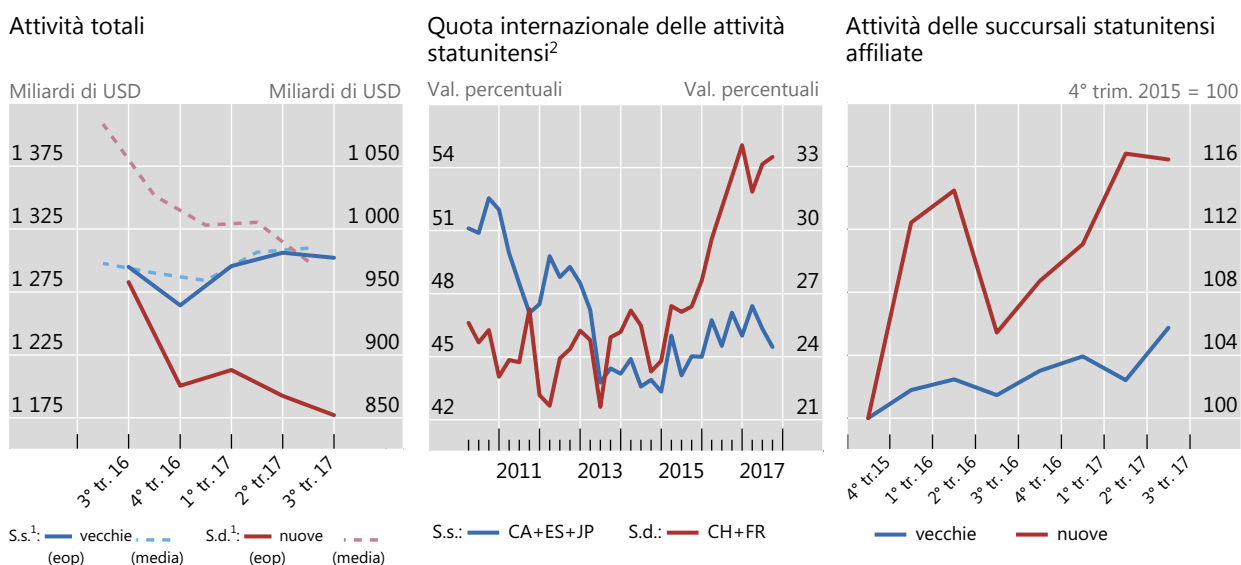
Deutsche Bank ha costituito una IHC, ma solo dopo aver ridotto significativamente le attività della sua controllata statunitense. La sua precedente BHC statunitense, denominata Taunus, aveva attività per \$355 miliardi a fine 2011, prima di abbandonare il suo status di BHC agli inizi del 2012². La sua nuova IHC ha segnalato attività alla fine del terzo trimestre 2016 per soli \$203 miliardi. Altre FBO hanno probabilmente anch'esse ridotto le attività delle affiliate prima di costituire nuove IHC nel 2016, anche in questo caso con l'effetto di limitare l'impatto in termini di requisiti patrimoniali US, ma mancano i dati.

Dalla sua creazione, ogni nuova IHC ha ridotto le sue attività e quindi anche il capitale da detenere a fronte di queste ultime. Tra il terzo trimestre 2016 e il terzo trimestre 2017, le nuove IHC hanno ridotto le loro attività totali di circa \$100 miliardi, ossia del 10% (grafico B, diagramma di sinistra, media trimestrale o fine trimestre). Per contro, le FBO con BHC preesistenti ("vecchie IHC") hanno mantenuto invariate le loro attività statunitensi a \$1 300 miliardi. Le nuove IHC hanno ridimensionato le attività di negoziazione di \$50 miliardi, spostando o vendendo titoli del Tesoro, mentre hanno mantenuto le obbligazioni societarie e di agenzie perlopiù invariate. I livelli delle attività di negoziazione delle vecchie IHC sono rimasti stabili.

Se le nuove IHC hanno dismesso attività nelle loro affiliate statunitensi, hanno anche *spostato attività offshore*? Le FBO potrebbero farlo ricontabilizzando attività esistenti o contabilizzando nuove attività offshore. I dati bancari internazionali consolidati della BRI sono in linea con un simile spostamento. In particolare, le banche svizzere e francesi hanno effettivamente incrementato le attività internazionali (perlopiù offshore) nei confronti dei residenti statunitensi più rapidamente delle attività contabilizzate localmente verso i residenti USA (grafico B, diagramma centrale). Da un minimo pre-IHC del 24% nel 2014, il rapporto tra attività internazionali nei confronti dei residenti USA delle banche con sede nei paesi di queste nuove IHC e le loro attività statunitensi totali è aumentato al 33% nel terzo trimestre del 2017, un incremento di 9 punti percentuali al margine e un aumento della quota di oltre un terzo. Per contro, il rapporto per i paesi con banche operanti con vecchie IHC è aumentato in misura molto modesta, dal 43 al 45%.

Attività totali, quota internazionale e attività delle affiliate statunitensi: nuove e vecchie IHC a confronto

Grafico B



¹ Come definito nella tabella B; eop = fine periodo (end of period); media = media trimestrale. ² In base al mutuatario immediato; attività delle affiliate non bancarie delle banche tedesche non segnalate alla BRI.

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System, FR Y-9C e "Structure and share data for US banking offices of foreign entities"; statistiche bancarie internazionali consolidate BRI; elaborazioni degli autori.

Le FBO con le nuove IHC sembrano anch'esse aver *spostato le attività verso filiali USA* (grafico B, diagramma di destra). Dalla fine del 2015 al settembre 2017, le attività delle controllate statunitensi per le FBO con nuove IHC sono aumentate del 16%. Per contro, nello stesso periodo, le filiali statunitensi delle FBO con vecchie IHC sono salite del 6%. Se le succursali affiliate con nuove IHC avessero evidenziato una crescita delle attività simile, le loro attività

sarebbero state inferiori di \$58 miliardi. Come nel caso delle variazioni di attività verso filiali estere, vincoli operativi, contabili e giuridici hanno presumibilmente limitato gli spostamenti da IHC alle rispettive filiali USA.

Ne deduciamo che le banche estere soggette al requisito IHC non sono rimaste a guardare. Almeno una FBO ha evitato il mandato IHC ridimensionando le attività, mentre un'altra ha ridotto gli impieghi significativamente prima del termine ultimo per le IHC. Tutte le nuove IHC hanno successivamente ridotto le loro esposizioni. Gli spostamenti di attività all'interno di FBO da IHC a filiali offshore o di banche statunitensi avrebbero ridotto l'impatto in termini di specifici requisiti patrimoniali statunitensi. Una riserva è rappresentata dal limite del nostro esperimento naturale: il nostro gruppo di controllo con BHC preesistenti ha un'incidenza maggiore dell'attività bancaria nei propri modelli di business e, di conseguenza, un requisito patrimoniale aggiuntivo minore per le dimensioni consolidate, l'interconnessione, la sostituibilità, la portata e la complessità (tabella B, colonna "G-SIFI?").

Un'eventuale riduzione dei portafogli di negoziazione da parte dei primary dealer a controllo estero potrebbe peggiorare la sproporzione percepita tra l'ingente stock di obbligazioni societarie statunitensi in essere e i portafogli dei dealer. Finora, tuttavia, la riduzione delle attività delle nuove IHC ha risparmiato i loro portafogli di negoziazione di obbligazioni societarie e di agenzie.

① Comitato sul sistema finanziario globale, "Fixed income market liquidity", *CGFS Papers*, n. 55, gennaio 2016. ② Tesoro statunitense, *A financial system that creates economic opportunities: banks and credit unions*, giugno 2017, suggerisce una soglia maggiore. ③ Factbox: Fed lists foreign banks that may fall under new rule", Reuters, 20 febbraio 2014. ④ Lettere del Board of Governors a Sheldon Goldfarb, General Counsel, RBS Americas, 11 dicembre 2014, e a Slawomir Krupa, CEO, Société Générale Americas, 6 luglio 2016. Un'altra delle cinque banche, Mizuho, dovrebbe costituire una IHC in futuro stando alla lettera del Board of Governors a Frank Carellini, Deputy General Manager, Mizuho Bank (USA), 18 febbraio 2016. ⑤ Deutsche Bank, *Relazione annuale*, 2011 e 2012, note sulle affiliate; S. Nasiripour e B. Masters, "Bank regulators edge towards 'protectionism'", *Financial Times*, 12 dicembre 2012.