

Le divergenze tra i mercati si ampliano

All'inizio del secondo semestre 2018 il clima sui mercati finanziari è mutato radicalmente. Il continuo rafforzamento del dollaro USA e l'escalation delle tensioni commerciali si sono tradotti in un inasprimento disomogeneo delle condizioni finanziarie a livello mondiale. La Federal Reserve ha portato avanti la graduale e prevedibile rimozione delle misure di accomodamento monetario, dato che la crescita dell'economia statunitense si era ulteriormente intensificata, sostenuta in parte dallo stimolo fiscale dello scorso anno. Eppure, le condizioni finanziarie negli Stati Uniti si sono ulteriormente allentate, mentre i mercati creditizi di alcune economie avanzate (EA) hanno registrato un lieve irrigidimento. Al contrario, nelle economie emergenti (EME), l'inasprimento è stato marcato, con un deprezzamento delle valute e un più difficile accesso al credito, sullo sfondo di forti turbolenze di mercato nei paesi più vulnerabili.

L'andamento dei mercati finanziari statunitensi si è discostato da quello dei loro omologhi negli altri paesi. Il mercato azionario statunitense ha accelerato al rialzo superando quelli delle economie avanzate ed emergenti, con un leggero calo della volatilità. Il mantenimento delle politiche accomodanti da parte della BCE e della Bank of Japan (BoJ) e la fuga dalle EME, sotto pressione, verso titoli più sicuri hanno contribuito a frenare i rendimenti a lungo termine dei titoli del Tesoro USA, nonostante l'incombenza delle emissioni di titoli sovrani. Di conseguenza, la curva dei rendimenti statunitense si è appiattita ulteriormente, avvicinandosi all'inversione. Nel complesso, rispetto alle altre principali EA, le condizioni finanziarie degli Stati Uniti si sono mantenute più espansive. Per esempio, mentre gli spread creditizi dei prenditori societari statunitensi sono rimasti relativamente stabili tra giugno e metà settembre, quelli delle imprese europee hanno registrato un nuovo leggero ampliamento che si aggiunge a quelli precedenti di maggio. Questi incrementi sono stati parzialmente dovuti all'aumento dei costi di finanziamento per alcune istituzioni finanziarie europee, riflesso delle tensioni del mercato del debito sovrano all'interno dell'area dell'euro e delle esposizioni di alcune banche a economie emergenti vulnerabili.

L'inasprimento delle condizioni finanziarie nelle EME trae origine dalle pressioni verificatesi a inizio anno. In un contesto di rafforzamento del dollaro USA, di inasprimento delle tensioni commerciali e di ulteriori segnali di rallentamento in Cina, gli afflussi di portafoglio sono rimasti limitati. Colpiti anche da vulnerabilità interne, alcuni paesi sono stati interessati da deflussi di portafoglio, dovuti, in alcuni casi, alle incertezze politiche e alle conseguenti tensioni sui mercati. Il deprezzamento delle valute ha coinciso con l'ampliamento degli spread sovrani, sia per gli strumenti denominati in dollari USA sia per quelli in valuta locale. Il danno cumulato subito dalle attività delle EME dall'inizio dell'escalation delle tensioni commerciali mondiali a fine marzo è stato per alcuni aspetti più grave dei danni risultanti dal "taper tantrum" del 2013 o dalla svalutazione del renminbi in agosto 2015. Tuttavia, nella situazione

attuale, i livelli degli spread sovrani si sono mantenuti ben al di sotto di quelli registrati in episodi passati e il contagio da parte dei paesi più colpiti è stato limitato. Ciò nondimeno, a metà settembre, permanevano le preoccupazioni degli investitori riguardo a un eventuale aggravarsi e diffondersi delle tensioni finanziarie delle EME.

I mercati statunitensi seguono la loro strada

Le divergenze tra i mercati finanziari mondiali si sono acuite nel periodo in rassegna (da inizio giugno a metà settembre). Sulla scia dell'aggravarsi delle tensioni commerciali, le attività di rischio negli Stati Uniti hanno messo a segno migliori risultati rispetto a quelle di altre giurisdizioni, a volte con un margine notevole. Sebbene la Fed abbia inasprito la sua politica monetaria, al contrario della BCE e della BoJ che hanno invece mantenuto le misure accomodanti, gli spread creditizi si sono ampliati maggiormente nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Ciò è stato in parte dovuto alle tensioni politiche nell'area dell'euro e al forte apprezzamento del dollaro USA, che ha pesato gravemente sulle attività delle EME e, di riflesso, sulle banche europee.

La divergenza tra i mercati statunitensi e gli altri mercati è risultata particolarmente evidente nell'andamento dei corsi azionari. Le sovraperformance dei mercati azionari statunitensi sono state trainate da solidi utili aziendali, riacquisti di azioni proprie, sospinti dalla recente riforma fiscale, e dagli eccezionali rendimenti del settore tecnologico. Nonostante l'intensificarsi delle tensioni commerciali, che, come prevedibile, hanno causato contrazioni nella maggior parte dei mercati azionari nei giorni di notizie negative (grafico 1, primo diagramma), l'S&P 500 ha recuperato tutto il terreno perso, riuscendo a superare il massimo storico messo a segno a fine gennaio. I mercati azionari delle altre EA hanno invece registrato guadagni relativamente moderati, mentre per quelli della Cina si sono ampliati i cali già subiti nei primi mesi dell'anno. A metà settembre, l'indice del mercato azionario di Shanghai si attestava a quasi il 15% al di sotto dei suoi livelli di inizio giugno (grafico 1, secondo diagramma), avvicinandosi ai minimi di inizio 2016. I mercati azionari di altre EME sono rimasti pressoché stabili in valuta locale, ma hanno perso notevolmente terreno in termini di dollari USA, a causa del deprezzamento delle valute.

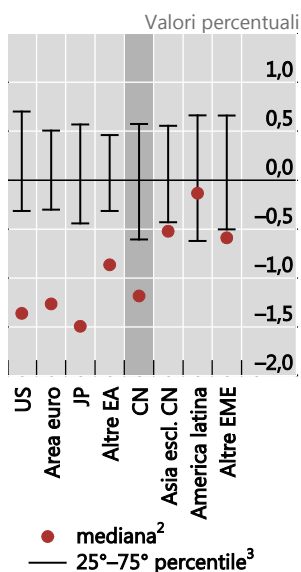
Le volatilità implicite delle classi di attività delle principali EA sono rimaste contenute (grafico 1, terzo diagramma). La volatilità dei mercati azionari ha registrato brevi impennate, ma è rimasta inferiore alle medie del periodo successivo alla Grande Crisi Finanziaria (GCF), con la volatilità implicita del mercato azionario degli Stati Uniti al di sotto dei livelli prevalenti nei mercati azionari delle altre EA. Mentre la volatilità dei tassi di cambio si è mantenuta stabile ai livelli dei primi mesi dell'anno, quella dei futures su titoli obbligazionari delle EA ha continuato a scendere fino a metà settembre.

I solidi rendimenti e la bassa volatilità dell'S&P 500 hanno celato una certa fragilità. Il costo per proteggersi da forti cali dell'S&P 500 sul mercato delle opzioni è cresciuto a livelli inusuali, come indicato dai massimi raggiunti dall'indice SKEW (grafico 1, quarto diagramma). L'indice ha invertito la rotta a fine aprile con il proseguimento dell'escalation delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina.

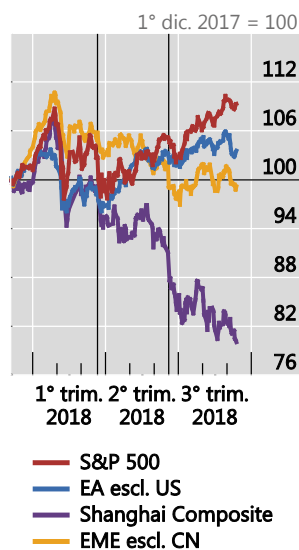
Divergenza dei mercati azionari in un contesto di tensioni commerciali, mentre la volatilità rimane bassa

Grafico 1

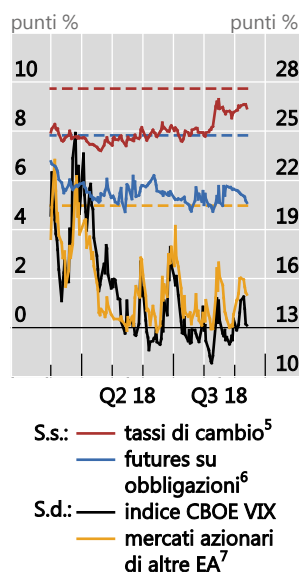
Calo delle azioni nei giorni di notizie negative sul commercio¹



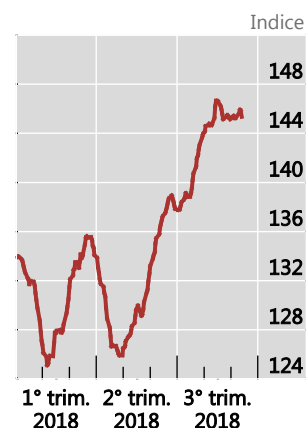
Divergenza dei mercati azionari



Le volatilità implicite rimangono stabili...



...ma balza l'indice CBOE SKEW⁸



Le linee verticali nel secondo diagramma indicano il 22 marzo 2018 (gli Stati Uniti annunciano azioni contro la Cina nell'ambito dell'inchiesta Section 301 dell'USTR) e il 19 giugno 2018 (gli Stati Uniti annunciano dazi su altri \$200 miliardi di beni importati dalla Cina).

Le linee tratteggiate nel terzo diagramma indicano le medie semplici per il periodo 1° gennaio 2010 - 12 settembre 2018.

¹ Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio PPA del 2017. America latina esclusa AR; altre EME esclusa TR. ² Rendimenti giornalieri nei giorni delle notizie: 1 marzo 2018 (gli Stati Uniti annunciano l'intenzione di imporre dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio); 22 marzo 2018 (gli Stati Uniti annunciano azioni contro la Cina nell'ambito dell'inchiesta Section 301 dell'USTR); 23 marzo 2018 (la Cina annuncia dazi di ritorsione); 19 giugno 2018 (gli Stati Uniti annunciano dazi su altri \$200 miliardi di beni importati dalla Cina); 25 giugno 2018 (Harley Davidson annuncia uno spostamento della produzione oltreoceano in risposta ai dazi della UE) e 10 luglio 2018 (l'USTR pubblica un elenco di potenziali prodotti da sottoporre a dazi per \$200 miliardi di beni importati dalla Cina). ³ Distribuzione interquartile dei rendimenti giornalieri nei giorni in cui non ci sono state notizie nel periodo gennaio 2018 - luglio 2018. ⁴ Per le EA a esclusione di USA e le EME a esclusione di CN, media semplice degli indici azionari tra i paesi. ⁵ 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). ⁶ Volatilità implicita delle opzioni at-the-money relative ai futures su obbligazioni a lungo termine di DE, GB, JP e USA; media ponderata in base al PIL e alle PPA. ⁷ Volatilità implicita degli indici EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁸ Media mobile di 22 giorni lavorativi.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

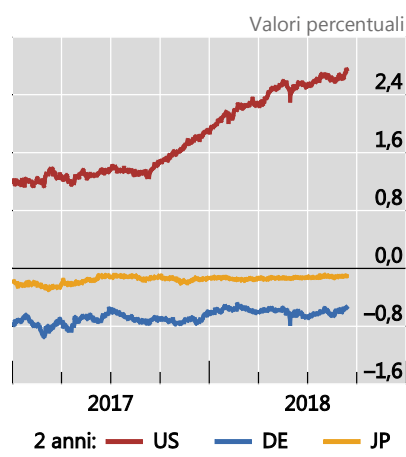
Sospinti da un contesto macroeconomico positivo, i mercati hanno reagito bene alla graduale rimozione delle misure di accomodamento da parte della Federal Reserve. Negli Stati Uniti la crescita ha raggiunto un massimo pluriennale nel secondo semestre, senza dubbio rafforzato nel breve termine dal forte stimolo fiscale, in un contesto di solidità del mercato del lavoro, disoccupazione ai minimi storici dal 2000 e un'inflazione di fondo al livello obiettivo della banca centrale. Di conseguenza, in giugno la Federal Reserve ha aumentato l'intervallo obiettivo dei Fed fund di ulteriori 25 punti base e ha portato avanti la riduzione del suo bilancio al ritmo preannunciato.

L'accomodamento monetario è proseguito nelle altre due principali aree valutarie. Pur avendo annunciato il termine del suo programma di acquisto di attività per fine 2018, la BCE ha dichiarato che i tassi di interesse resteranno bassi per un periodo di tempo prolungato. Mantenendo la sua politica di controllo della curva dei rendimenti, la BoJ ha riaffermato l'obiettivo dello 0% per il rendimento del titolo di Stato benchmark a dieci anni, pur ampliando la fascia di oscillazione da 10 a 20 punti

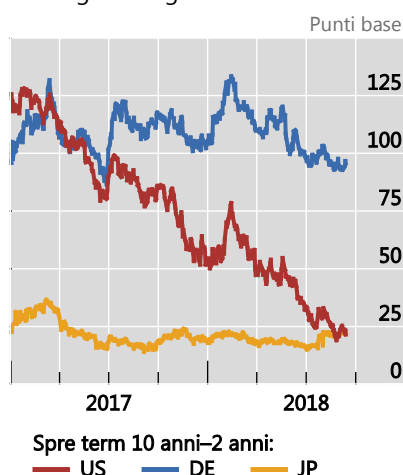
In parta a causa della fuga verso titoli sicuri, la curva dei rendimenti degli Stati Uniti si appiattisce ulteriormente¹

Grafico 2

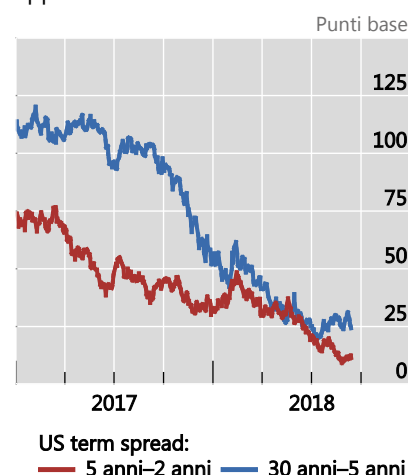
Divergenza dei rendimenti a breve termine



Gli spread a lungo termine si restringono negli Stati Uniti...



...e la curva dei rendimenti si appiattisce



¹ Sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

base. La BoJ ha inoltre fornito indicazioni prospettiche, dichiarando l'intenzione di mantenere i tassi di interesse a breve e lungo termine agli attuali bassi livelli ancora per molto tempo.

I differenziali a termine hanno continuato a restringersi negli Stati Uniti. I rendimenti a breve termine hanno registrato un'ulteriore espansione, ma a un ritmo più lento rispetto ai mesi precedenti (grafico 2, diagramma di sinistra). E a più lungo termine, i rendimenti a dieci anni sono oscillati appena al di sotto del 3% per la maggior parte del periodo in esame, penalizzati in parte dalla fuga verso titoli sicuri a seguito delle tensioni nelle EME. A metà settembre, lo spread tra gli strumenti a dieci e a due anni era calato a 25 punti base, portandosi quasi allo stesso livello di quello dei titoli giapponesi e a circa 70 punti base al di sotto di quello dei bund tedeschi (grafico 2, diagramma centrale). La compressione si è estesa alla maggior parte della curva: i rendimenti delle obbligazioni con scadenze tra i 2 e i 30 anni si sono mossi in un intervallo di 50 punti base (grafico 2, diagramma di destra). La riduzione del premio a termine ha contribuito a mantenere bassi i rendimenti a lungo termine¹.

Nel complesso, le condizioni finanziarie degli Stati Uniti si sono allentate ulteriormente o sono rimaste stabili. Misure più ampie delle condizioni finanziarie avevano segnalato un allentamento in corso da aprile, dopo un breve periodo di inasprimento sulla scia dell'impennata della volatilità dei mercati azionari di febbraio. L'allentamento è rallentato in giugno ma è ripreso in luglio, parallelamente a una nuova escalation delle tensioni commerciali. L'indice Bloomberg delle condizioni finanziarie ha chiuso il periodo in esame in prossimità del minimo del periodo successivo alla GCF registrato a fine 2017 (grafico 3, diagramma di sinistra). Ciò detto, gli spread creditizi delle obbligazioni societarie investment-grade degli Stati Uniti

¹ Cfr. B. Cohen, P. Hördahl e D. Xia, "Premi a termine: modelli e alcuni fatti stilizzati", Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018 (versione integrale disponibile solo in inglese)

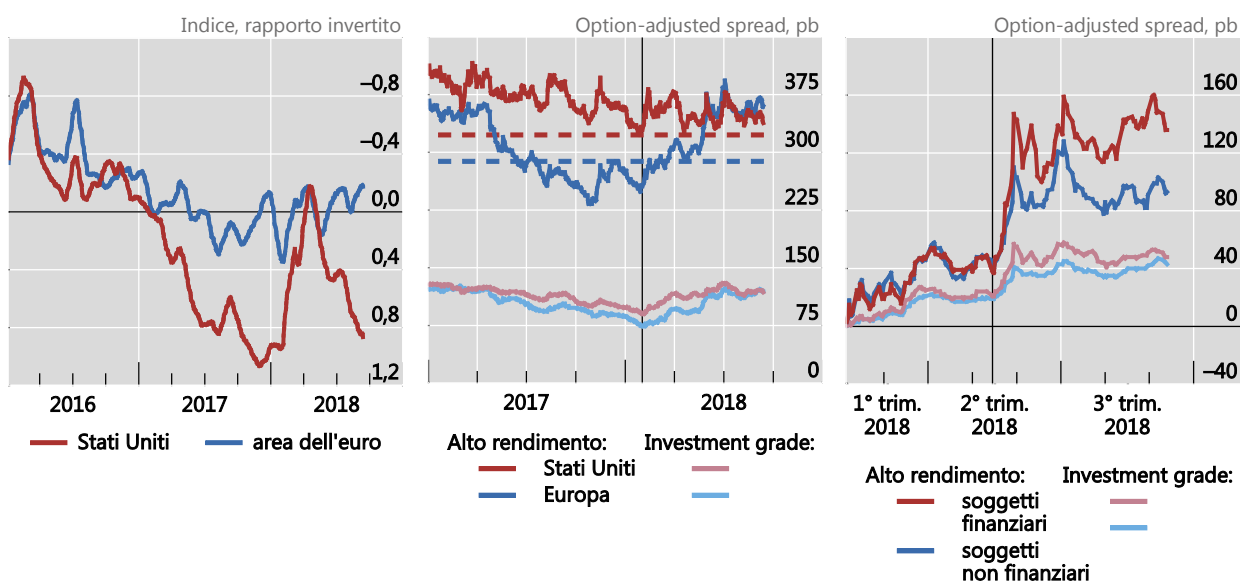
Divergenza delle condizioni finanziarie a seguito dell'ulteriore ampliamento degli spread creditizi in Europa

Grafico 3

Condizioni finanziarie¹

Spread societari

Variazioni degli spread societari in EUR dal 2 febbraio 2018



La linea verticale nel diagramma centrale indica il 2 febbraio 2018 (il rapporto sul mercato del lavoro statunitense scatena tensioni nel mercato azionario); la linea verticale nel diagramma di destra indica il 15 maggio 2018 (diffusione della bozza del contratto della coalizione del governo in Italia).

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

¹ Indice Bloomberg delle condizioni finanziarie; media mobile di 22 giorni lavorativi; un valore positivo (negativo) indica condizioni finanziarie accomodanti (più restrittive) rispetto alle regolarità pre-crisi.

Fonti: Federal Reserve Bank di St Louis (FRED); Bloomberg; Indici ICE BofAML; elaborazioni BRI.

sono rimasti generalmente invariati, mettendo fine alla moderata tendenza al rialzo successiva alle tensioni che hanno investito i mercati a febbraio. Gli spread dei titoli societari ad alto rendimento statunitensi, pur volatili, si sono mantenuti su livelli vicini alle medie del periodo post-GCF (grafico 3, diagramma centrale). Inoltre, questi spread sono rimasti ben al di sotto della loro media di lungo periodo del 1997 e non lontano dai bassi livelli raggiunti prima della GCF. In altre parole, gli investitori hanno continuato in larga misura ad assumersi rischi elevati, senza segni di cedimento². Sulla stessa linea, la leveraged finance si è mantenuta dinamica, sostenuta dalla ricerca di rendimento: gli investitori si sono gettati sugli strumenti a tasso variabile, probabilmente temendo ulteriori perdite dei rendimenti obbligazionari e quindi perdite di capitale – una prospettiva resa ancora più plausibile dal grande stimolo fiscale in una fase così avanzata dell'espansione (Riquadro A).

Indicatori analoghi delle condizioni finanziarie per l'Europa sono rimasti pressoché invariati e prossimi ai livelli neutrali (grafico 3, diagramma di sinistra). Tuttavia gli spread creditizi dei titoli societari europei si sono portati su valori ampiamente superiori ai massimi raggiunti dopo il balzo di metà maggio. Nell'insieme, gli spread societari europei di tipo investment grade hanno tenuto il

² Cfr. C. Borio, "Macroprudential frameworks: experience, prospects and a way forward", discorso in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della BRI, Basilea, 24 giugno 2018.

passo di quelli statunitensi (grafico 3, diagramma centrale). E gli spread europei sul debito societario ad alto rendimento hanno continuato a crescere al di sopra della loro media post-GCF, superando persino le loro controparti statunitensi. Un fattore chiave è stato l'incremento dei costi di finanziamento delle istituzioni finanziarie (grafico 3, diagramma di destra), specie dopo le tensioni politiche di metà maggio in Italia e la crisi valutaria in Turchia a inizio agosto (cfr. Riquadro B). Tra giugno e metà settembre, gli spread sui titoli ad alto rendimento delle società finanziarie europee sono saliti di circa 30 punti base. Di contro, gli spread sui titoli societari non finanziari sono cresciuti di appena circa 10 punti base. Le entità sono state molto più ridotte per il segmento investment grade, ma gli spread creditizi sui titoli societari finanziari europei sono rimasti più elevati rispetto a quelli non finanziari.

La fiducia verso le attività delle EME cambia radicalmente

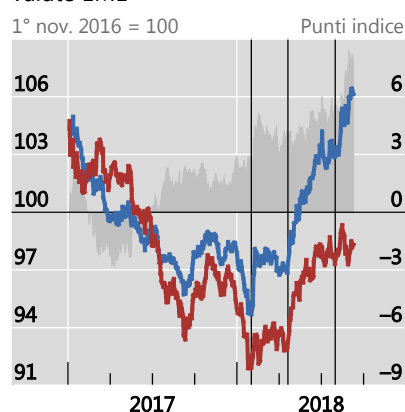
Pur in un contesto di mercati dinamici o stabili nelle economie avanzate, la fiducia nei confronti delle attività delle EME è cambiata radicalmente. Le ragioni sono molteplici, ma hanno tutte come filo conduttore l'inasprimento delle condizioni di liquidità correlato alla rimozione delle misure accomodanti da parte della Federal Reserve. Il dollaro USA è stato il principale canale di trasmissione. Dopo un prolungato periodo di indebolimento protrattosi durante tutto il 2017, a inizio febbraio il dollaro ha cominciato a rafforzarsi a seguito della pubblicazione di dati relativi al mercato del lavoro statunitense superiori alle aspettative, che hanno scosso anche i mercati azionari di tutto il mondo³. L'apprezzamento della valuta statunitense si è accelerato a fine aprile, mentre aumentavano le tensioni commerciali a livello mondiale, mettendo sotto pressione i prenditori in dollari delle EME e incidendo anche sui rendimenti delle attività delle EME in valuta locale (tra cui le azioni). Di conseguenza, gli afflussi di portafoglio si sono ridotti notevolmente, trasformandosi in deflussi in alcune giurisdizioni. La percezione del rallentamento della Cina, acuito dalle tensioni commerciali, ha contribuito a minare la fiducia verso le EME in quanto classe di attività. Le crisi valutarie parallele di Argentina e Turchia, pur essendo causate principalmente da fattori interni, hanno rispecchiato e consolidato il cambiamento di comportamento degli investitori. Le turbolenze hanno spinto gli investitori a considerare con maggiore attenzione le esposizioni bancarie verso le EME (cfr. Riquadro C).

Il deprezzamento delle valute delle EME è proseguito senza sosta nel periodo in esame. Tra giugno e metà settembre, il dollaro statunitense ponderato per il commercio ha guadagnato più del 5% rispetto alle principali valute emergenti, mentre ha continuato a registrare solo lievi variazioni nei confronti delle valute delle maggiori EA (grafico 4, diagramma di destra). Questo calo ha proseguito una tendenza iniziata in febbraio. Da allora, le valute delle EME hanno perso circa il 12%, quasi il doppio rispetto a quelle delle EA.

Il lungo e senza precedenti periodo di 16 mesi consecutivi di afflussi netti verso i fondi di investimento delle EME si è concluso in maggio (grafico 4, diagramma centrale). Il rallentamento era di fatto iniziato in febbraio per i fondi obbligazionari in valuta forte, e si era poi esteso alle azioni e alle obbligazioni in moneta locale all'accelerazione dell'apprezzamento del dollaro a fine aprile. Ciò ha a sua volta compresso i rendimenti di queste attività per gli investitori in dollari statunitensi. I

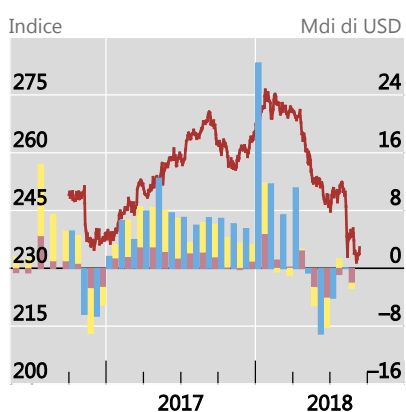
³ Cfr. "Il ritorno della volatilità", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018.

Il rafforzamento del dollaro USA è più marcato nei confronti delle valute EME¹



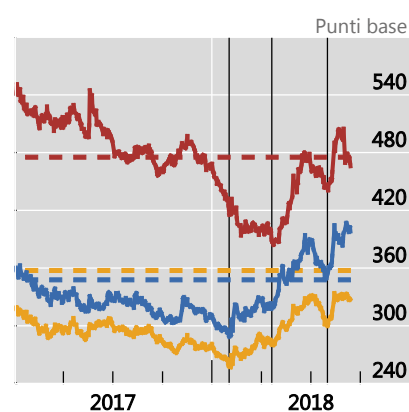
S.s.: — principali valute EA²
 — principali valute EME³
 S.d.: — differenza⁴

Inversione di rotta dei flussi finanziari delle EME



— indice del carry trade EME (s.s.)⁵
 — azioni (s.d.)
 Fondi obbligazionari (s.d.):
 — valuta locale
 — valuta forte e mista⁶

Ampliamento degli spread delle EME



Spread sovrani:
 — valuta locale⁷
 — dollaro USA⁸
 Spread societari:
 — dollaro USA⁸

Le linee verticali nel diagramma di sinistra e di destra indicano il 2 febbraio 2018 (il rapporto sul mercato del lavoro statunitense scatena tensioni nel mercato azionario), il 20 aprile 2018 (l'Argentina avvia un vasto programma di interventi per sostenere il peso) e il 1 agosto 2018 (il governo USA annuncia sanzioni contro la Turchia).

Le linee tratteggiate nel diagramma di destra indicano le medie semplici per il periodo gennaio 2010 - dicembre 2017.

¹ Indici del dollaro ponderato per il commercio, Board of Governors of the Federal Reserve System; un aumento indica un apprezzamento. ² Principali valute (AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY e SEK). ³ Altri partner commerciali importanti (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB e VES). ⁴ Differenza tra l'indice del dollaro ponderato per l'interscambio per altri importanti partner commerciali e le principali valute. ⁵ L'EM-8 Carry Trade Index misura il rendimento totale cumulato di una posizione di carry trade di tipo "buy-and-hold" lunga su otto valute emergenti, interamente finanziata (fully funded) con posizioni corte sul dollaro USA. ⁶ I fondi valutarî misti investono sia in obbligazioni in valuta locale sia in obbligazioni in valuta forte. ⁷ Per l'indice JPMorgan GBI, spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni. ⁸ Indici JPMorgan EMBI Global (titoli sovrani) e CEMBI (titoli societari), spread al netto del valore delle garanzie (stripped spread).

Fonti: Federal Reserve Bank di St Louis (FRED); Bloomberg; EPFR; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

rendimenti insolitamente elevati generati dalle operazioni di carry trade nelle EME⁴ sono crollati bruscamente a partire da aprile, registrando, in agosto, livelli inferiori rispetto a quelli già bassi di novembre 2016 (grafico 4, diagramma centrale).

In linea con le dinamiche dei tassi di cambio, gli spread sovrani delle EME si sono ampliati ulteriormente nel periodo in esame, dopo essere stati sotto pressione per la maggior parte dell'anno. Gli spread sul debito denominato in dollari USA per i titoli sovrani delle EME sono saliti di circa 110 punti base da febbraio (grafico 4, diagramma di destra), posizionandosi in agosto nettamente al di sopra delle medie post-GCF per i titoli sovrani. Gli spread delle obbligazioni denominate in valuta locale hanno continuato a scendere per ancora alcune settimane, raggiungendo un punto di svolta in aprile. Dopo un breve periodo di quiete in giugno e luglio, questi spread hanno registrato un'altra impennata in agosto a causa dell'inizio delle tensioni in Turchia.

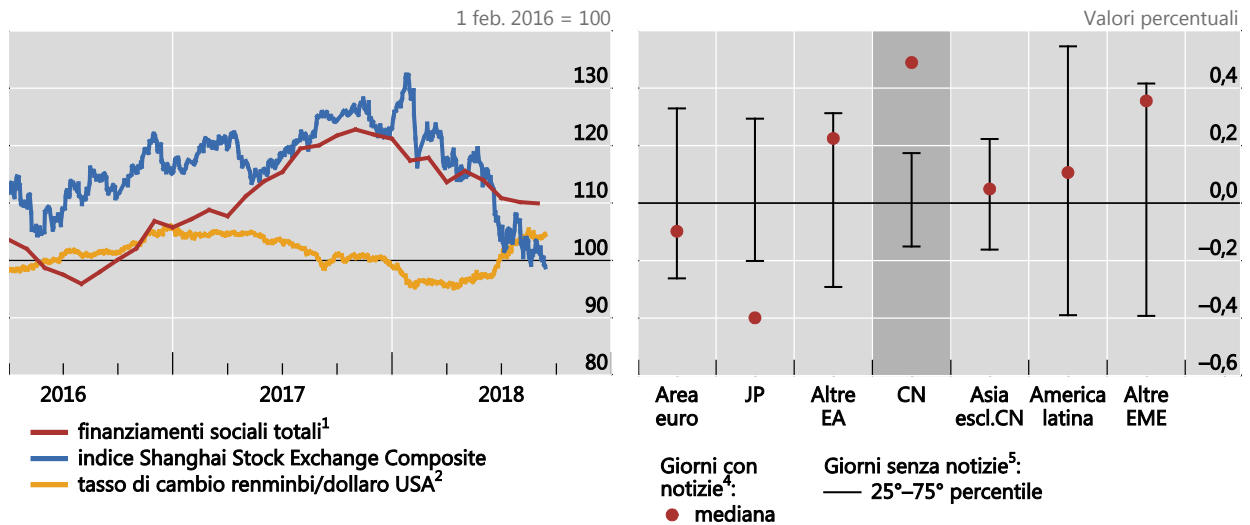
⁴ In questo contesto, una posizione carry trade delle EME indica una posizione "buy-and-hold" che acquisisce uno strumento fruttifero di interesse denominato in una moneta delle EME e che è interamente finanziata da credito in dollari USA.

Rallentamento della Cina in seguito alle tensioni commerciali aggiuntasi alla riduzione della leva finanziaria

Grafico 5

La riduzione della leva finanziaria della Cina coincide con un indebolimento del mercato azionario e del tasso di cambio

Deprezzamento del renminbi nei giorni di notizie negative sul commercio³



¹ Media mobile di 12 mesi. ² Un aumento indica un deprezzamento nei confronti del dollaro USA. ³ Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio PPA del 2017. America latina esclusa AR; altre EME esclusa TR. Un valore positivo indica un deprezzamento della valuta del paese/della regione indicato/a nei confronti del dollaro USA. ⁴ Cfr. grafico 1, nota 2. ⁵ Cfr. grafico 1, nota 3.

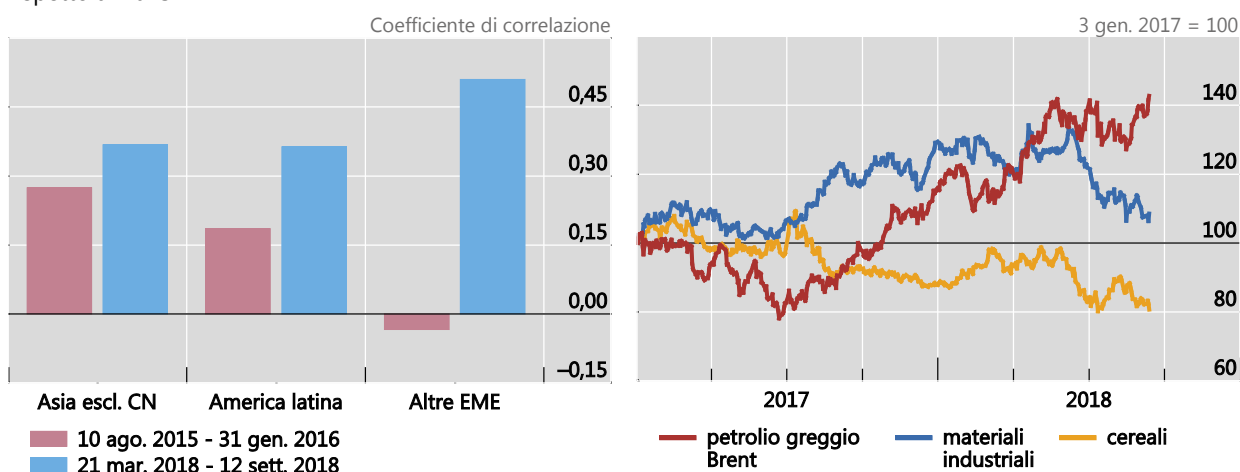
Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

In questo contesto, le preoccupazioni sulla decelerazione dell'attività economica in Cina si sono aggiunte al pessimismo degli investitori. In seguito agli sforzi del governo cinese volti a frenare le attività del sistema bancario ombra, alla fine dello scorso anno il credito all'economia reale aveva cominciato a calare e il mercato azionario a contrarsi (grafico 5, diagramma di sinistra). Gli indicatori dell'attività economica di luglio sono stati deludenti. L'intensificarsi delle tensioni commerciali USA-Cina ha penalizzato ulteriormente i corsi azionari e il renminbi: rispetto a un gruppo di monete di altre economie avanzate ed emergenti, la valuta cinese ha registrato deprezzamenti giornalieri insolitamente marcati in reazione alle notizie riguardanti il commercio (grafico 5, diagramma di destra). Per evitare un inasprimento finanziario eccessivo, a fine giugno la People's Bank of China (PBC) ha optato per un nuovo accomodamento monetario e in luglio il governo ha annunciato l'avvio di programmi di stimolo fiscale; questi due interventi hanno contribuito entrambi a stabilizzare i mercati.

Questi segnali di allerta hanno avuto un impatto particolarmente forte sulle EME, specie in Asia, e sui mercati delle materie prime. La sensibilità delle valute delle EME alle oscillazioni del renminbi in questo periodo è stata maggiore rispetto a quella registrata durante la fase di tensioni scatenata dal deprezzamento del renminbi in agosto 2015 (grafico 6, diagramma di sinistra). La percezione del rallentamento economico sembra aver contribuito a frenare l'aumento dei prezzi del petrolio in aprile, e ha preannunciato il calo sostanziale dei prezzi di alcune materie prime iniziato in giugno, in particolare di metalli industriali e cereali (grafico 6, diagramma di destra).

Maggiore sensibilità delle valute emergenti al renminbi rispetto al 2015¹

Flessione dei corsi delle materie prime



¹ Correlazioni tra le variazioni giornaliere dei tassi di cambio della valuta locale e del renminbi nei confronti del dollaro USA nei periodi indicati; i valori aggregati si basano sulle mediane dei paesi di ogni regione.

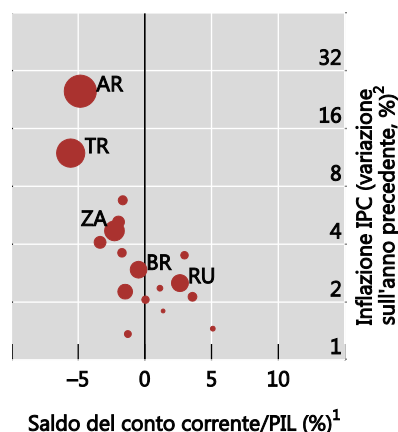
Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

In questo contesto sempre più difficile, sono emerse le vulnerabilità interne. Le crisi valutarie parallele in Argentina e Turchia ne sono un esempio. Entrambi i paesi erano già in fragili condizioni da qualche tempo, marcate da elevati disavanzi correnti e da forti indebitamenti in valuta estera per il finanziamento di un ampio deficit di bilancio (Argentina) e di un boom del credito del settore privato (Turchia). Nel caso della Turchia, con il passaggio sotto i riflettori delle tensioni politiche con gli Stati Uniti e il rafforzamento dei dubbi circa l'indipendenza della banca centrale, a inizio agosto la valuta è improvvisamente crollata. L'Argentina era sotto pressione da fine aprile e, dopo una relativa attenuazione delle tensioni grazie a un accordo standby con l'FMI, a fine agosto la crisi è infine scoppiata.

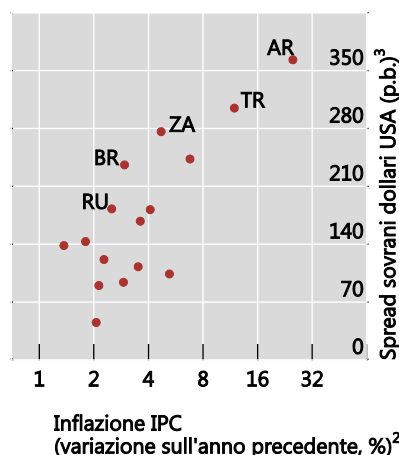
Sebbene il contagio sia stato generalmente contenuto, queste crisi concomitanti hanno avuto effetti di propagazione su altre EME, con entità diverse in ognuna di esse. Come in precedenti episodi, il tasso di cambio è stato un adeguato barometro delle tensioni. I fattori alla base delle disparità negli andamenti delle valute sembrano essere legati alla percezione della vulnerabilità dei vari paesi. In particolare, i paesi con inflazione e disavanzi di conto corrente più elevati sono stati interessati, tendenzialmente, da un deprezzamento valutario più forte (grafico 7, diagramma di sinistra). A volte anche l'incertezza politica ha giocato un ruolo, ad esempio in Brasile e Russia, dove i deprezzamenti valutari non sembrano poter essere spiegati osservando i deficit di conto corrente e i tassi di inflazione. L'aumento dell'inflazione è andato di pari passo con quello degli spread sovrani (grafico 7, diagramma centrale). Di conseguenza, i mercati emergenti ad alto rendimento, ovvero quelli presumibilmente percepiti a priori come più rischiosi, sono stati i più colpiti dal cambiamento di atteggiamento degli investitori.

I recenti episodi di tensioni finanziarie si sono verificati dopo una serie di shock che hanno scosso le attività delle EME fin dall'inizio delle tensioni commerciali in marzo. Per la maggior parte delle classi di attività, l'entità dei danni complessivi è superiore all'impatto totale degli shock legati al taper tantrum del 2013, e si avvicina a quelli provocati dalla svalutazione della moneta cinese in agosto 2015 (grafico 7,

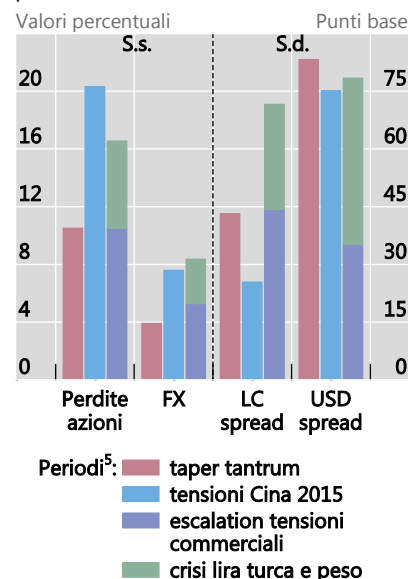
Gli effetti di propagazione dalle crisi della lira e del peso riflettono macrovulnerabilità



Inflazione elevata correlata con alti rendimenti



Le tensioni nelle EME nel 2018 sono comparabili a quelle di episodi precedenti⁴



Le dimensioni di ogni cerchio nel diagramma a sinistra corrispondono al deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA nel periodo 31 luglio - 12 settembre 2018.

¹ Dati per il 2017. ² Dicembre 2017; scala logaritmica. ³ JPMorgan EMBI, media per il 4° trimestre 2017. ⁴ Azioni = indice MSCI Emerging markets, in dollari USA; FX = deprezzamento valutario sulla base dell'indice del dollaro USA ponderato per il commercio, altri importanti partner commerciali; LC spread = JPMorgan GBI, spread dei titoli di Stato denominati in valuta locale; USD spread = JPMorgan EMBI, spread dei titoli di Stato denominati in dollari USA. ⁵ Variazioni durante i periodi seguenti: taper tantrum = 22 maggio - 5 settembre 2013; svalutazione e rallentamento in Cina (tensioni in Cina nel 2015) = 11 agosto 2015 - 28 gennaio 2016; escalation delle tensioni commerciali = 22 marzo - 31 luglio 2018; crisi della lira e del peso = 1 agosto 2018 - 7 settembre 2018.

Fonti: Federal Reserve Bank of St Louis (FRED); FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

diagramma di destra)⁵. Finora, tuttavia, i livelli raggiunti dagli spread sovrani durante le attuali tensioni si sono mantenuti generalmente al di sotto di quelli osservati in episodi precedenti. Per esempio, a metà settembre, l'indice degli spread dei titoli sovrani delle EME in dollari USA era ancora inferiore a 415 punti base, ovvero si posizionava sul punto di partenza registrato prima dell'episodio di svalutazione del renminbi di agosto 2015.

Anche le variazioni dei mercati valutari e obbligazionari durante l'anno hanno messo in evidenza la persistente sensibilità delle economie emergenti al rafforzamento del dollaro USA. Marcati deprezzamenti hanno contribuito ad aumentare le preoccupazioni relative al rischio di credito e quindi ad ampliare gli spread sulle obbligazioni denominate in dollari USA. Allo stesso tempo, hanno

⁵ L'intervallo di tempo per misurare l'impatto del taper tantrum si estende dal 22 maggio 2013 (audizione del presidente della Fed dinanzi al Congresso degli Stati Uniti) fino al 5 settembre 2013 (i rendimenti dei titoli del Tesoro USA a dieci anni raggiungono un massimo locale). L'intervallo di tempo per misurare l'impatto della svalutazione del renminbi e il rallentamento dell'economia cinese si estende dall'11 agosto 2015 (la PBC annuncia la riforma riguardo al corso fisso (fixing) giornaliero per il tasso di cambio del renminbi) fino al 28 gennaio 2016 (l'indice Shanghai Composite raggiunge un minimo locale dopo la pubblicazione di un PMI manifatturiero Caixin deludente il 31 dicembre 2015). I risultati qualitativi non cambiano in modo significativo se si sposta l'intervallo di tempo fino a 20 giorni prima o dopo ognuna di queste date.

accentuato le perdite degli investitori in dollari statunitensi sugli strumenti in valuta locale. Di conseguenza, i rendimenti in valuta locale sono cresciuti, raggiungendo un livello significativamente più elevato rispetto a precedenti episodi di tensione dei mercati (grafico 7, diagramma di destra). Le capacità delle EME di emettere titoli di debito nelle proprie valute sono migliorate in modo marcato negli ultimi anni. La vulnerabilità dei titoli di Stato in valuta locale di fronte alle brusche oscillazioni del dollaro suggerisce che le emissioni in valuta locale non hanno ancora raggiunto livelli sufficienti per rendere le condizioni finanziarie immuni dalle variazioni dei tassi di cambio.

L'ascesa dei prestiti leveraged: un rischio?

Tirupam Goel

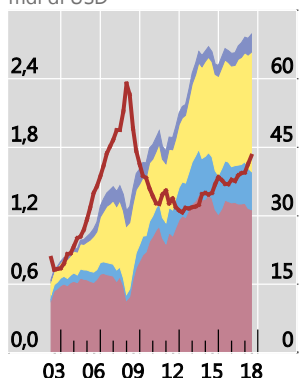
Dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF), le dimensioni della leveraged finance, che comprende la finanza basata sulle obbligazioni ad alto rendimento e quella basata sui prestiti ad alto grado di leva (leveraged loan), sono raddoppiate (grafico 1, primo diagramma, aree ombreggiate). Veicolo di assunzione di rischio per gli investitori, la leveraged finance ha avuto un andamento prociclico. Il mercato dei finanziamenti delle transazioni ad alto grado di leva è fiorito negli Stati Uniti negli anni ottanta prima di crollare durante la recessione all'inizio degli anni novanta. È di nuovo cresciuto rapidamente a metà degli anni duemila per poi rallentare durante la GCF. I volumi dei prestiti leveraged sono stati particolarmente prociclici: si sono espansi più velocemente di quelli delle obbligazioni ad alto rendimento nel periodo precedente la GCF e durante il successivo periodo di straordinario accomodamento monetario (grafico 1, primo diagramma, linea rossa). Concentrandosi sulla recente crescita dei prestiti leveraged, questo riquadro esamina le determinanti e le vulnerabilità sottostanti che la normalizzazione della politica monetaria potrebbe mettere a nudo.

La domanda degli investitori sostiene i prestiti leveraged a discapito delle obbligazioni ad alto rendimento

Grafico A

Aumento della quota di prestiti in seguito alla crescita della leveraged finance¹

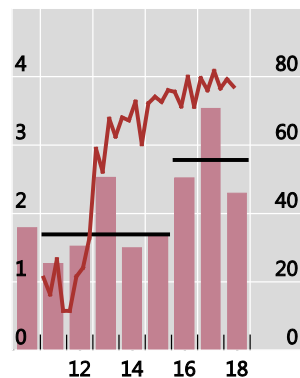
Migliaia di mdi di USD In percentuale



S.s.: ■ prestiti lev. Europa
■ prestiti lev. USA
■ obb. HY Europa
■ obb. HY USA
S.d.: — quota prestiti lev.

La determinazione del prezzo delle nuove emissioni e i prestiti covenant-lite riflettono il potere di mercato dei prenditori²

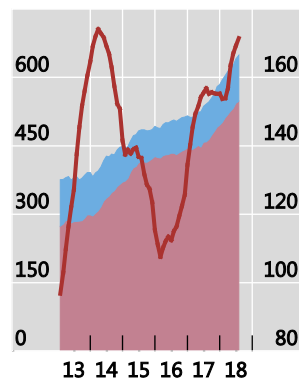
Indice In percentuale



S.s.: ■ rapporto agg. ribasso e rialzo³
— rapporto medio nel periodo
S.d.: — covenant-lite

Collateralised loan obligations (CLO) e fondi per prestiti favoriscono la domanda⁴

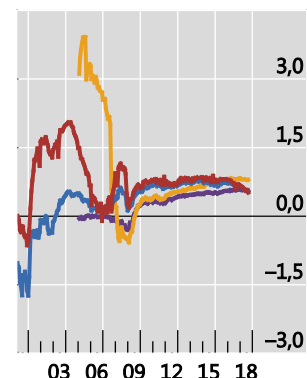
Miliardi di USD Miliardi di USD



Patrimoni in gestione:
S.s.: ■ CLO Europa
■ CLO USA
S.d.: — fondi di prestiti

Gli indici di Sharpe di prestiti e obbligazioni si sono avvicinati⁵

Indice



— S&P/LSTA LLI USA
— indice obbligazioni HY USA
— S&P LLI Europa
— indice obbligazioni HY Europa

¹ Per i prestiti leveraged istituzionali (prestiti lev.), le consistenze in essere si basano sull'indice S&P/LSTA leveraged loan (LLI) per gli USA, sull'indice S&P European leveraged loan per l'Europa, dove LSTA = Loan Syndications and Trading Association; per le obbligazioni ad alto rendimento (high-yield, HY), le consistenze in essere si basano sull'indice USD high-yield ICE BofAML per gli Stati Uniti e sull'indice EUR high-yield ICE BofAML per l'Europa. ² Sulla base delle operazioni di mercato degli Stati Uniti. ³ Rapporto annuo, eccetto per il 2018 per cui il rapporto si basa sugli aggiustamenti fino ad agosto 2018. ⁴ "USA CLO" copre le emissioni denominate in dollari USA e "Europa CLO" le emissioni denominate in euro; "Fondi di prestiti" include exchange-traded fund e copre i fondi domiciliati sia negli Stati Uniti sia in Europa. ⁵ Per ogni indice, l'indice di Sharpe è calcolato come il rapporto tra gli extrarendimenti annualizzati dell'indice e i rendimenti dei titoli di Stato a tre mesi (per gli USA, sulla base dei rendimenti dei titoli del Tesoro; per l'Europa, sulla base della curva dei rendimenti dei titoli di Stato AAA per l'area dell'euro) diviso per la deviazione standard annualizzata dei rendimenti dell'indice.

Fonti: Indici ICE BofAML; Lipper; Thomson Reuters Loan Pricing Corporation; elaborazioni BRI.

La domanda degli investitori è una determinante importante della recente espansione dei prestiti leveraged. Da una parte, ciò è reso evidente dal persistere della disponibilità degli investitori ad accettare minore protezione contro il deterioramento della capacità di rimborso dei prenditori. Specificamente, la frazione di prestiti covenant-lite ha raggiunto il suo massimo post-GCF a fine 2017 (grafico A, secondo diagramma), mentre il numero medio di covenant per prestito si è ridotto del 25%. Il fatto che gli investitori non ricevano necessariamente una compensazione per questo rischio risulta evidente osservando il comportamento dei *price flex* – ossia gli aggiustamenti degli spread sulle nuove emissioni che la banca organizzatrice (*arranger*) effettua per poter vendere a un prezzo di equilibrio nel mercato primario. Il rapporto tra gli aggiustamenti verso il basso e quelli verso l'alto è aumentato notevolmente negli ultimi anni e i prenditori beneficiano di minori spread sui prestiti (grafico A, secondo diagramma). Inoltre, la forte domanda degli investitori per i prestiti leveraged ha favorito l'attività di rifinanziamento. Negli Stati Uniti, per esempio, il rifinanziamento del debito ha rappresentato il 60% delle emissioni di prestiti leveraged istituzionali dal 2015. Questa quota è cresciuta nella prima metà del 2018. Tutto ciò è in linea con la ricerca di rendimento da parte degli investitori in un contesto di bassi tassi di interesse. La recente prospettiva del protrarsi dei rialzi dei tassi di interesse ha rafforzato la relativa attrattività dei prestiti leveraged che, a differenza della maggior parte delle obbligazioni ad alto rendimento, offrono un rendimento indicizzato al tasso interbancario^①.

Gli sviluppi nel mercato delle cartolarizzazioni hanno contribuito anch'essi alla crescita dei prestiti leveraged. Per le banche erogatrici risulta più facile cartolarizzare e vendere questi prestiti. Ciò è evidente nella crescita degli investimenti in prestiti mediante strutture cartolarizzate come le collateralised loan obligations (CLO), specie negli ultimi due anni (grafico A, terzo diagramma). A differenza del periodo antecedente la GCF, ora le banche non conservano più una gran parte delle cartolarizzazioni tramite veicoli affiliati fuori bilancio. La regola di ritenzione dei rischi del post-GCF obbliga le banche a conservare in bilancio una porzione relativamente piccola delle cartolarizzazioni emesse. I gestori dei fondi CLO nel mercato aperto statunitense, per i quali inizialmente valeva questa regola, non sono più obbligati a rispettarla in seguito a un'ordinanza del 2018, il che ha sospinto ulteriormente la domanda di prestiti. Un altro elemento che spinge la domanda è la crescita sostenuta dei fondi comuni di prestiti dal 2016 (grafico A, terzo diagramma). Tra gli effetti collaterali di questi sviluppi, vi è una maggiore sostituibilità tra i prestiti leveraged e le obbligazioni ad alto rendimento per gli investitori, e di conseguenza la convergenza dei loro profili rischio-rendimento (grafico A, quarto diagramma).

Fattori che hanno determinato una maggiore disponibilità da parte delle banche e che le hanno incentivate a offrire credito potrebbero anch'essi aver avuto un ruolo importante. I recenti cambiamenti nell'approccio adottato per far rispettare i principi guida relativi ai prestiti leveraged negli Stati Uniti sembrano aver facilitato il processo di erogazione di questo tipo di prestiti da parte delle banche^②. In modo più generale, il mercato del credito leveraged ha tratto vantaggio da un contesto macroeconomico favorevole e da mercati azionari forti. Negli Stati Uniti, quasi il 40% delle emissioni di prestiti leveraged istituzionali dal 2015 è ascrivibile a ristrutturazioni societarie come fusioni, acquisizioni e operazioni di leveraged buyout.

Con la maturazione del ciclo economico, tuttavia, gli investitori potrebbero iniziare a subire delle perdite. Il tasso di insolvenza dei prestiti leveraged istituzionali negli Stati Uniti è passato da circa il 2% di metà 2017 al 2,5% di giugno 2018. In prospettiva, con la normalizzazione della politica monetaria, il profilo a tasso variabile dei prestiti leveraged potrebbe causare insolvenze peggiorando gli indici di copertura del debito (*debt coverage ratios*, DCR) dei prenditori – il rapporto tra i proventi netti di gestione e i costi per il servizio del debito^③. Malgrado la solidità degli utili societari negli ultimi anni, gli operatori del mercato hanno iniziato a segnalare DCR meno elevati. Anche il tasso dei crediti recuperati potrebbe diminuire nelle prossime fasi di rallentamento considerato che il margine di sicurezza del debito – ovvero il livello di debito junior non garantito che assorbe le perdite prima che il prestito senior entri in sofferenza – per i prestiti leveraged si è ridotto.

Le preoccupazioni riguardano anche i rischi relativi al finanziamento e alla liquidità di mercato. Da un lato, la concentrazione di prenditori BBB è aumentata, il che significa che in una fase di rallentamento i declassamenti di alcuni prenditori BBB a un rating BB o inferiore, ovvero ad alto rischio, potrebbero portare alcuni investitori a liberarsi di questo debito^④. La relativa illiquidità dei mercati dei prestiti leveraged potrebbe esacerbare il conseguente impatto

sui prezzi. Inoltre, dato che i fondi comuni sono tra i principali acquirenti, le perdite dovute alla variazione dei prezzi di mercato potrebbero incentivare le richieste di rimborso dei fondi, indurre vendite forzate e deprimere ulteriormente i prezzi. Queste dinamiche potrebbero colpire non solo gli investitori che presentano questo tipo di esposizioni ma tutta l'economia nel suo complesso, tramite un blocco dei flussi dei fondi verso il mercato del credito leveraged.

① Il tasso di interesse della maggior parte dei prestiti è riadattato periodicamente in base a uno spread su un tasso di riferimento, generalmente il Libor o un tasso equivalente. Cfr. www.leveragedloan.com/primer/, S&P Global Market Intelligence. ② In marzo 2013, le agenzie bancarie federali statunitensi hanno pubblicato le Leveraged Lending Guidance (LLG), linee guida che definiscono i limiti per alcuni parametri come i rapporti indebitamento/reddito e la scadenza. In ottobre 2017, il Government Accountability Office degli Stati Uniti ha determinato che le LLG sono soggette ai requisiti del Congressional Review Act, il che significa che, in linea di principio, il Congresso può revocarle. Cfr. www.gao.gov/products/B-329272#mt=e-report. All'inizio del 2018, gli alti funzionari di alcune agenzie bancarie degli Stati Uniti hanno segnalato un maggiore accomodamento nei confronti del credito leveraged. A questo proposito, in settembre 2018, una dichiarazione congiunta delle agenzie bancarie statunitensi ha chiarito il ruolo non vincolante delle linee guida prudenziali, che sono distinte dalle leggi e dalle regolamentazioni. Cfr. www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm. ③ Cfr. B. Hofmann e G. Peersman "Esiste un canale di trasmissione della politica monetaria attraverso il servizio del debito?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2017 (versione integrale disponibile soltanto in inglese). ④ Per riscontri sull'aumento della concentrazione di prenditori BBB, cfr. "Le prospettive positive in un contesto di bassa inflazione alimentano l'assunzione di rischio", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2017.

Tensioni nei settori sovrano e bancario dell'area dell'euro

Fernando Avalos e Dora Xia

Nel secondo e terzo trimestre del 2018, le tensioni sul fronte del commercio internazionale, il panorama politico e gli effetti di propagazione dalle attuali turbolenze nelle EME hanno gravato sulle quotazioni delle attività nell'area dell'euro. Tra le altre questioni, i mercati si sono interessati soprattutto alla situazione politica in Italia e alla crisi in Turchia, nonché alle controversie commerciali con gli Stati Uniti.

Recentemente, il settore sovrano italiano ha dovuto affrontare una serie di episodi idiosincratici di tensione dei mercati obbligazionari. Sulla scia dei recenti eventi avvenuti in Turchia, lo spread dei rendimenti italiani a due anni nei confronti di quelli tedeschi ha registrato un ampliamento molto più marcato rispetto a quelli di altri paesi dell'area dell'euro (grafico B, primo diagramma). Tuttavia, gli eventi politici avevano già fatto salire significativamente lo spread Italia-Germania. La tendenza verso l'ampliamento era iniziata a metà maggio, con la diffusione della bozza preliminare dell'accordo della coalizione di governo. Il 29 maggio, in seguito alla nomina del primo ministro ad interim, lo spread è balzato di quasi 200 punti base, raggiungendo livelli mai osservati da agosto 2012. Sebbene quest'aumento abbia superato tutte le variazioni giornaliere verificatesi durante la crisi del debito sovrano europeo, il *livello* dello spread sovrano italiano è rimasto al di sotto di quelli registrati nel periodo della crisi. L'ampliamento dello spread sembra aver rispecchiato i timori degli investitori riguardo alle prospettive di incertezza politica, in particolare relativamente alle potenziali politiche di bilancio del nuovo governo.

Accumulo di tensioni nell'area dell'euro

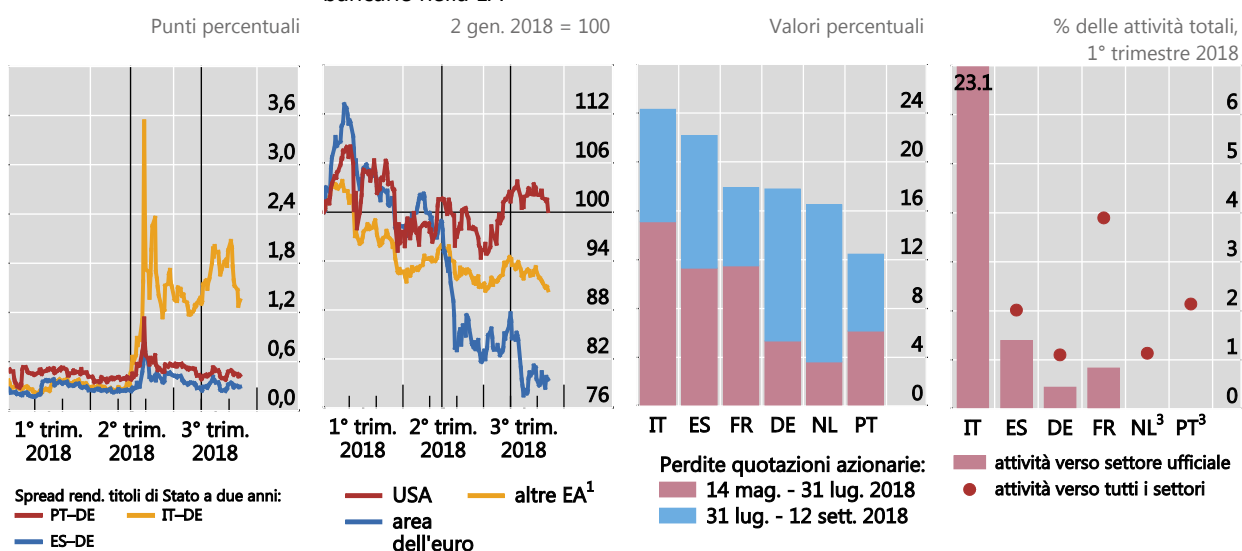
Grafico B

Ampliamento degli spread sovrani italiani

Divergenza delle quotazioni delle azioni bancarie nella EA

Calo delle quotazioni delle azioni bancarie europee

Attività bancarie verso i residenti italiani²



Le linee verticali nel primo e nel secondo diagramma indicano il 15 maggio 2018 (diffusione della bozza dell'accordo del governo di coalizione italiano) e il 1 agosto 2018 (sanzioni statunitensi contro la Turchia).

¹ Medie ponderate di AU, CA, CH, DK, GB, JP, NO e SE, sulla base della capitalizzazione di mercato. ² In base al rischio ultimo, eccetto derivati e altre esposizioni potenziali. ³ Su richiesta dei paesi dichiaranti rispettivi, le attività verso il settore ufficiale italiano delle banche olandesi e portoghesi non sono riportate per ragioni di riservatezza.

Fonti: Bloomberg; Datastream; IHS Markit; statistiche bancarie consolidate BRI; elaborazioni BRI.

La combinazione delle tensioni nei mercati dei titoli sovrani italiani e della crisi valutaria in Turchia ha messo sotto pressione le banche dell'area dell'euro. Le quotazioni delle loro azioni hanno registrato performance inferiori rispetto alle loro omologhe di altre economie avanzate. Un indice aggregato delle performance delle quotazioni delle azioni delle banche dell'area dell'euro è calato di quasi il 20% da metà maggio a metà settembre (grafico B, secondo diagramma). Al contrario, i guadagni delle banche statunitensi sono rimasti pressoché invariati e le banche di altre economie avanzate hanno subito perdite molto più ridotte. La divergenza tra le performance delle quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro e quelle degli Stati Uniti è iniziata in maggio, con l'intensificarsi dell'incertezza politica in Italia. Le azioni delle banche dell'area dell'euro sono rimaste pressoché invariate per molte settimane prima che la crisi in Turchia scatenasse un altro forte calo. Le perdite delle quotazioni hanno evidenziato un andamento alquanto disomogeneo tra i paesi. I cali subiti da metà maggio a fine luglio sono stati più marcati per le banche francesi, italiane e spagnole (grafico B, terzo diagramma, barre rosse). Questo ha riflettuto in parte le esposizioni bancarie dirette e indirette al governo e ad altri prenditori italiani (quarto diagramma). Il canale diretto di trasmissione potrebbe agire tramite le ingenti perdite dovute alla variazione dei prezzi di mercato che colpiscono le disponibilità di titoli del debito pubblico e altre attività e che possono indebolire la base patrimoniale delle banche. Il canale indiretto potenziale include l'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovuto all'aumento degli spread per le banche italiane e per altre grandi banche dell'area dell'euro.

Gli effetti di propagazione delle tensioni finanziarie in Turchia hanno intensificato questi timori in quanto le banche dell'area dell'euro sono state generalmente percepite come aventi notevoli esposizioni verso i prenditori turchi. In una certa misura, la correzione innescata dalle turbolenze dei mercati della Turchia ha avuto un impatto più forte sulle banche maggiormente esposte ai prenditori turchi (grafico B, terzo diagramma, barre blu), ma le perdite non sono state necessariamente proporzionali all'entità delle esposizioni. Di fatto, è difficile valutare il rischio sottostante risultante dalle esposizioni alle banche del paese, in quanto vi sono diversi fattori che condizionano il modo in cui le banche rispondono agli sviluppi avversi (Riquadro C). Le perdite delle quotazioni azionarie potrebbero anche aver rivelato la percezione degli investitori riguardo alla capacità delle banche di resistere a forti shock in futuro, nonché ad altri sviluppi specifici ai paesi e ai settori. Per esempio, le banche tedesche sono state ostacolate dalla loro sottoperformance più generale dei profitti e quelle italiane erano già percepite come relativamente fragili.

Uso delle statistiche bancarie consolidate BRI per analizzare le esposizioni al rischio paese

Un esempio sulla base delle esposizioni del settore bancario verso la Turchia

Stefan Avdjiev e Philip Wooldridge

Le statistiche bancarie consolidate BRI (BIS consolidated banking statistics, CBS) sono un utile punto di partenza per analizzare le esposizioni del settore bancario al rischio paese – il rischio che i prenditori non siano in grado o siano riluttanti ad adempiere gli obblighi verso l'estero per ragioni economiche o politiche peculiari del loro paese al di là degli usuali fattori specifici della controparte. Tuttavia, le CBS forniscono solo una parte delle informazioni necessarie per un'analisi completa di queste esposizioni. In questo riquadro, riassumiamo ciò che le CBS mostrano e ciò che non mostrano riguardo ad esse, utilizzando come esempio i dati pubblicati sulla Turchia nella [Tabella B4](#) sul sito internet della BRI^①.

Le CBS forniscono informazioni riguardo al paese e alla composizione settoriale delle attività bancarie, consolidate a livello mondiale. In particolare, rilevano gli impieghi in essere e altre esposizioni dei gruppi bancari con sede in 31 paesi dichiaranti verso le controparti di oltre 200 paesi prenditori, escludendo le posizioni intragruppo ma includendo le attività delle affiliate bancarie estere che sono possedute a maggioranza o controllate dal gruppo^②.

A fine marzo 2018 le banche estere avevano \$223 miliardi di prestiti, titoli e altre attività in essere verso residenti della Turchia (grafico C, diagramma di sinistra). Più della metà di questi impieghi (\$135 miliardi) erano verso prenditori del settore privato non bancario – principalmente imprese non finanziarie e famiglie, e in modo ridotto istituzioni finanziarie non bancarie. Le attività verso le banche rappresentavano altri \$50 miliardi, e i restanti \$38 miliardi erano verso il settore ufficiale – amministrazioni pubbliche e banca centrale. Oltre a queste attività, le banche estere presentavano esposizioni verso la Turchia attraverso tre elementi supplementari: i contratti derivati con controparti nel paese, con un valore positivo di mercato pari a \$4 miliardi a fine marzo 2018; protezione creditizia contro entità in Turchia e altre garanzie (\$53 miliardi); e impegni creditizi in essere verso prenditori residenti (\$22 miliardi).

Per valutare la vulnerabilità delle banche al rischio paese, le dimensioni assolute delle esposizioni sono una misura meno rilevante rispetto alle dimensioni relative, specie se rapportate al patrimonio totale o al patrimonio Tier 1. Le banche con la maggiore quota di esposizioni assolute nei confronti di un paese spesso non sono le più esposte relativamente al capitale. Per esempio, a fine marzo 2018 le attività delle banche belghe verso la Turchia (meno di \$1 miliardo) erano molto ridotte rispetto a quelle delle banche tedesche (quasi \$13 miliardi), ma i due sistemi bancari presentavano esposizioni similari in rapporto al capitale totale (rispettivamente il 2,3 e il 2,4%).

Anche quando i dati sono rapportati al capitale, le CBS forniscono solo un'indicazione approssimativa delle banche più vulnerabili al rischio paese, a causa dell'alto grado di aggregazione e dell'incompletezza delle informazioni. Le CBS riassumono le esposizioni di tutti i gruppi bancari con sede nel paese dichiarante e di conseguenza potrebbero celare differenze considerevoli tra le singole banche. Esse raggruppano inoltre vari tipi di esposizioni (ad esempio prestiti, garanzie), che potrebbero avere profili di rischio molto diversi. Inoltre, le esposizioni in essere di alcune banche potrebbero essere più vicine al loro valore di mercato di altre, a seconda delle prassi contabili e della quota di portafoglio investita in attività con un valore equo di mercato affidabile. Infine, le CBS escludono gli accantonamenti che le banche potrebbero aver destinato alla copertura di eventuali perdite.

Le informazioni riguardo ai modelli di business delle banche sono anch'esse rilevanti per capire il modo in cui esse potrebbero reagire a sviluppi avversi in un paese. Un fattore importante è la struttura delle operazioni estere della banca. Alcune banche gestiscono le loro attività internazionali principalmente su base transfrontaliera, al di fuori del paese di origine o in centri finanziari. Altre banche seguono un modello multinazionale e fondano affiliate estere su cui investono specifiche quote di capitale; queste affiliate contraggono prestiti a livello locale per finanziarne le attività. Le CBS non fanno distinzione tra questi modelli di business. Una banca multinazionale potrebbe scegliere di vendere una sua affiliata o di lasciarla fallire, svalutando il capitale che ha investito in essa. In questo caso, l'esposizione della banca sarebbe limitata alla sua partecipazione azionaria nell'affiliata più ogni altro finanziamento intragruppo e garanzie concesse all'affiliata. È probabile che la somma di questi elementi sia nettamente inferiore a quella delle attività dell'affiliata che sono incluse nelle misure delle esposizioni delle CBS.

Una banca deciderà se utilizzare o meno questa opzione per ridurre le sue esposizioni all'affiliata in funzione della sua valutazione dei benefici e dei costi associati. Una miriade di fattori influenzano questa decisione, tra cui l'ammontare del finanziamento intragruppo e delle garanzie concesse all'affiliata; assetto proprietario (affiliata interamente controllata o joint venture); solidità finanziaria complessiva del gruppo; rischi per la reputazione di altre componenti del gruppo; quadro regolamentare (regimi di risoluzione che prevedono un singolo o molteplici punti di accesso); il contesto più generale in cui si verificano le perdite; e le prospettive di ripresa dall'incertezza economica o politica che colpisce il paese.

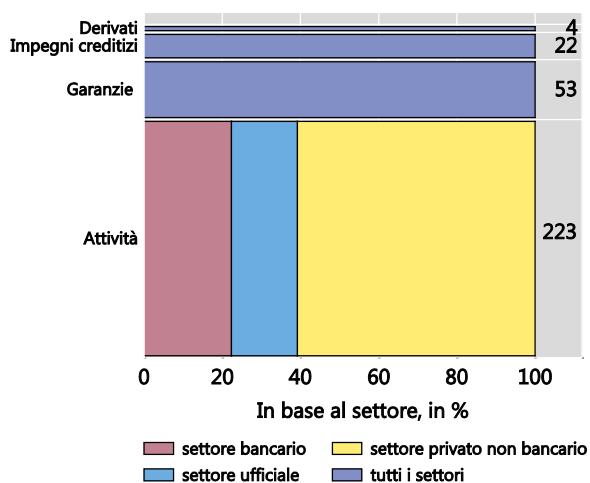
Le CBS forniscono alcune informazioni, seppur imperfette, sull'importanza delle affiliate mediante la distinzione tra attività locali e transfrontaliere. Le attività locali sono quelle contabilizzate dalle succursali e dalle affiliate ubicate nello stesso paese della controparte. Le attività locali possono a loro volta essere divise tra quelle denominate in valuta locale (local claims denominated in local currencies, LCLC) e quelle denominate in valuta estera (local claims denominated in foreign currencies, LCFC). Nelle CBS in base alla controparte immediata, le LCLC sono pubblicate separatamente mentre le LCFC sono pubblicate assieme alle attività transfrontaliere in quanto attività "internazionali". In Turchia, le attività locali denominate in lira turca (TRY) si attestavano a \$82 miliardi a fine marzo 2018. In aggiunta, le LCFC costituivano una porzione considerevole dei \$164 miliardi di attività internazionali. Le attività locali denominate in tutte le valute rappresentavano quindi oltre il 50% degli impieghi totali delle banche estere verso il paese.

Esposizioni delle banche estere alla Turchia

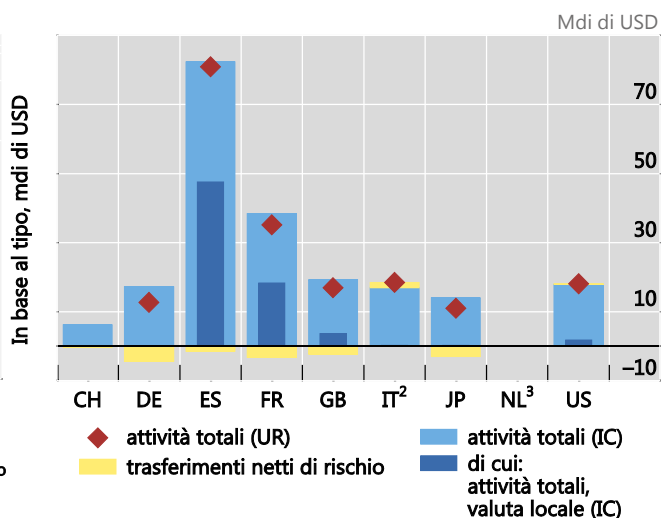
Esposizioni consolidate in essere a fine marzo 2018

Grafico C

Totale in base alla tipologia e al settore della controparte¹



In base alla nazionalità delle banche dichiaranti ai fini delle CBS



IC = in base alla controparte immediata (immediate counterparty basis); UR = in base al rischio ultimo (ultimate risk basis).

¹ CBS in base al rischio ultimo. La larghezza di ogni barra è proporzionale alle dimensioni relative della tipologia di esposizione corrispondente. ² Le CBS delle banche italiane non rendono pienamente conto delle attività di alcune joint venture. ³ Su richiesta del paese dichiarante, le CBS delle banche olandesi non sono fornite per motivi di riservatezza.

Fonti: Statistiche bancarie consolidate BRI (CBS), Tabella B4.

Le CBS pubblicate mostrano che a fine marzo 2018 le banche spagnole e francesi detenevano la quota più cospicua di attività locali denominate in TRY verso la Turchia, rispettivamente di \$48 e \$18 miliardi (grafico C, diagramma di destra). Una porzione sostanziale delle attività internazionali di queste banche è costituita anche da attività locali, denominate in valuta estera. Anche le banche italiane e olandesi presentano esposizioni tramite affiliate locali ma esse non sono rilevate in maniera adeguata dalle CBS pubblicate³. I dati dell'Autorità bancaria europea mostrano che a fine giugno 2017 le esposizioni totali nei confronti della Turchia, comprese garanzie e impegni creditizi, erano superiori a \$67 miliardi per le banche italiane e a \$34 miliardi per quelle olandesi. In particolare, in termini di dollari USA, le esposizioni di queste banche alle affiliate turche si sono ridotte significativamente a metà 2018, a causa del brusco deprezzamento della lira turca e del conseguente calo del valore in dollari USA delle loro attività denominate in lira turca.

Un altro modo in cui le banche possono ridurre le loro esposizioni a un determinato paese o settore consiste nell'utilizzare strumenti di trasferimento di rischio di credito per spostare i rischi da una controparte ad un'altra. Un esempio comune è l'acquisto di protezione creditizia tramite credit default swap. Le CBS in base al rischio ultimo (ultimate risk, UR) tengono conto dell'uso da parte delle banche di questi trasferimenti di rischio e forniscono quindi una misura delle esposizioni bancarie che integra i dati sulle attività in bilancio colti dalle CBS in base alla controparte immediata (IC).

Le banche tendono a usare i trasferimenti di rischio per coprire una quota maggiore delle loro esposizioni transfrontaliere rispetto a quelle locali. Di conseguenza, i trasferimenti di rischio paese tendono a essere proporzionalmente maggiori per le banche che operano a livello principalmente transfrontaliero, in opposizione alla banche multinazionali con affiliate. Per esempio, a fine marzo 2018, le attività IC delle banche spagnole verso la Turchia, contabilizzate principalmente tramite affiliate locali, erano superiori alle loro attività UR di appena il 2% (\$1 miliardo). Al contrario, le attività IC delle banche del Regno Unito, che sono principalmente attività transfrontaliere, superavano quelle UR del 14% (\$2 miliardi).

Riassumendo, le CBS sono un utile punto di partenza per analizzare le esposizioni al rischio paese delle banche, sulla base di un insieme di parametri semplici. Tuttavia, per un esame più approfondito sono necessarie anche informazioni sui modelli di business delle banche, sulla solidità finanziaria, sulle prassi di consolidamento e contabili e sui trasferimenti di rischio. Le autorità di vigilanza e le banche stesse forniscono periodicamente queste informazioni tramite le loro comunicazioni riguardo al possibile impatto di sviluppi negativi e alle risposte dei paesi prenditori.

① Per maggiori dettagli sulle CBS, cfr. BIS "[Informazioni effettivamente desumibili dalle statistiche bancarie BRI sulle esposizioni dei sistemi bancari verso determinati paesi e settori](#)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2011. ② Il perimetro del consolidamento non è uniforme tra i paesi dichiaranti. Per un riassunto delle differenze, cfr. BRI, "[Potential enhancements to the BIS international banking statistics](#)", Allegato B, marzo 2017. ③ Le CBS dichiarate dalle banche italiane non rendono pienamente conto delle attività di alcune joint venture, mentre le esposizioni delle banche olandesi non sono riportate per motivi di riservatezza.