

## Il cammino a ostacoli verso la normalità

Nel periodo in esame, iniziato a metà settembre, i mercati finanziari hanno oscillato violentemente, per subire infine una brusca correzione. I prezzi delle attività hanno registrato un calo generalizzato e i rendimenti sovrani statunitensi sono saliti in ottobre, prima di recedere e scendere a livelli ancora più bassi con l'ondata di vendite delle attività di rischio. La volatilità e i premi a termine si sono impennati. Una nuova serie di perturbazioni, accompagnata questa volta da rendimenti più bassi, ha colpito i mercati in dicembre. L'aggiustamento dei prezzi si è verificato in un contesto caratterizzato da segnali contrastanti provenienti dall'attività economica mondiale e dal graduale, ma persistente, irrigidimento delle condizioni finanziarie. Esso ha rispecchiato, inoltre, l'intensificarsi e l'attenuarsi delle tensioni commerciali e il rafforzamento dell'incertezza politica nell'area dell'euro. Questi ostacoli hanno messo in luce, ancora una volta, le difficoltà del cammino che le banche centrali hanno intrapreso per raggiungere la normalizzazione delle politiche, in un contesto di policy generalmente complesso.

Le condizioni finanziarie si sono leggermente inasprite negli Stati Uniti. In ottobre, i rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni si sono mantenuti costantemente al di sopra della soglia del 3% che sfioravano da 12 mesi. I rendimenti hanno continuato a crescere per quasi tutto il mese di novembre, trainati dai rendimenti in termini reali, prima di scendere al di sotto del 3% a inizio dicembre. I premi di rischio, inclusi i premi a termine, sono saliti e la ricerca di rendimento si è placata. Capeggiate dal settore tecnologico, le valutazioni azionarie degli Stati Uniti hanno ceduto in ottobre, nonostante gli annunci di utili trimestrali positivi. I corsi azionari sono stati volatili in novembre e sono crollati di nuovo in dicembre. Gli investitori sono parsi scoraggiati dalla scarsa visibilità sulle prospettive di risultati di fronte alle tensioni commerciali e all'indebolimento delle condizioni finanziarie mondiali, in un contesto in cui la Federal Reserve si è mostrata determinata a portare avanti il processo di graduale normalizzazione della politica monetaria. Gli spread societari si sono ampliati, in particolare per i segmenti con minore qualità creditizia.

L'aggiustamento dei prezzi delle attività di rischio è avvenuta a livello mondiale. I mercati azionari degli Stati Uniti hanno depresso quelli delle altre economie avanzate e di quelle emergenti, in un contesto di turbolenze diffuse. Anche in Europa gli spread societari sono aumentati notevolmente, specie per le società finanziarie. In particolare, le valutazioni bancarie hanno subito nuove pressioni in seguito all'intensificarsi delle incertezze politiche, soprattutto riguardo al bilancio dell'Italia e, in misura minore, alla Brexit.

Dopo un'estate marcata da deflussi di capitali e da tensioni a livello dei singoli paesi, le condizioni finanziarie non si sono allentate ma si sono relativamente stabilizzate nelle economie emergenti (EME). A inizio trimestre le valute si sono ulteriormente deprezzate nei confronti del dollaro USA, rispecchiando le aspettative di un inasprimento da parte della Federal Reserve. Tuttavia il netto calo dei prezzi del petrolio ha offerto un po' di respiro ai paesi importatori, dopo un inusuale periodo di aumento del prezzo del greggio e del rafforzamento del dollaro. I deflussi di portafoglio hanno rallentato nei mercati del reddito fisso delle EME e gli spread delle obbligazioni in valuta locale si sono ristretti.

## Impennata dei rendimenti reali e dei premi a termine statunitensi

Nel periodo in esame, i prezzi di molte classi di attività sono calati<sup>1</sup>. Questa correzione ha rispecchiato i graduali interventi delle principali banche centrali volti alla normalizzazione della politica monetaria, accompagnati da segnali contrastanti provenienti dall'economia reale e dall'intensificarsi dei rischi politici.

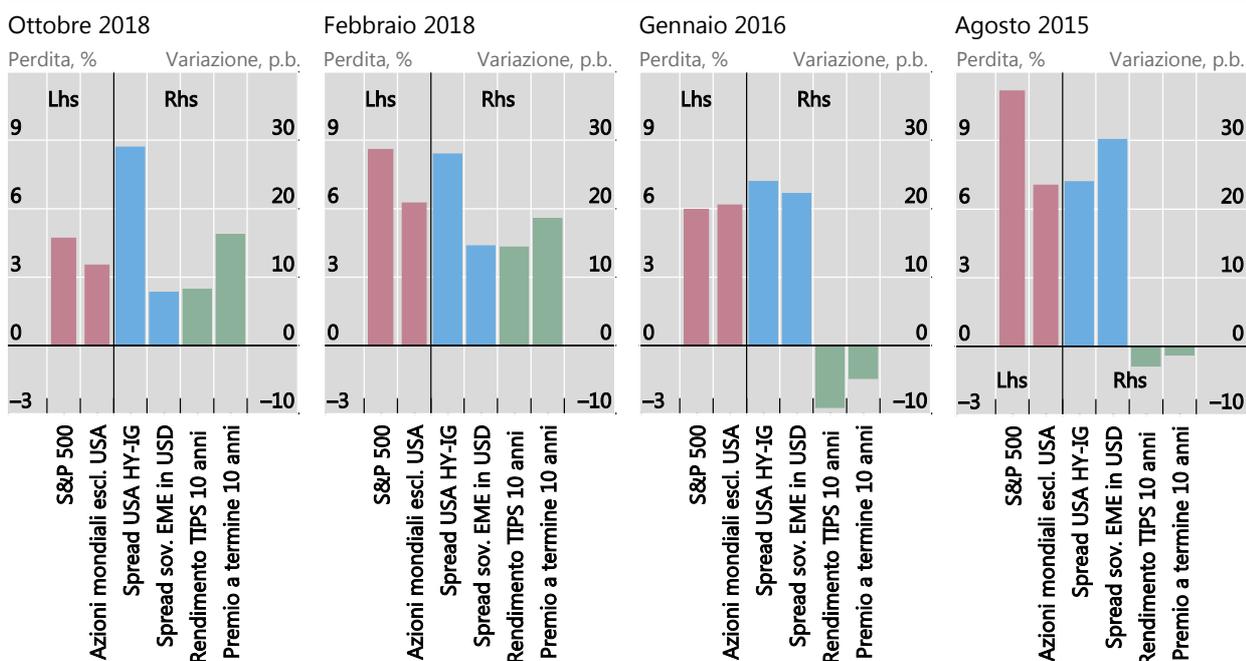
Le banche centrali delle grandi economie avanzate (EA) hanno mantenuto l'orientamento adottato già nei mesi precedenti. Spinta da dati economici positivi, in settembre la Federal Reserve ha innalzato la fascia obiettivo dei Fed fund di 25 punti base, confermando le aspettative, e ha portato avanti la riduzione del suo bilancio al ritmo preannunciato. Sebbene il cosiddetto "dot-plot" suggerisse un'ulteriore serie di aumenti dei tassi ufficiali fino al 2020, i mercati dei futures hanno indicato livelli inferiori. Come anticipato in giugno, da ottobre la BCE ha ridotto il volume mensile di acquisti di attività da €30 a €15 miliardi, e si è mostrata ancora intenzionata a porre fine al programma in dicembre. Il Consiglio direttivo della BCE ha anche ribadito le sue indicazioni prospettiche riguardo all'andamento di breve termine dei tassi di interesse ufficiali e della politica di reinvestimento al termine del programma di acquisti di attività nette. La Bank of Japan ha mantenuto pressoché invariato il proprio orientamento di politica monetaria.

Tuttavia a inizio ottobre i mercati sono crollati in seguito ai timori degli investitori riguardo alla possibile adozione di un approccio più interventista da parte della Federal Reserve. Il crollo è avvenuto in seguito al miglioramento dei principali indicatori economici degli Stati Uniti e a un discorso del presidente della Fed Powell che gli investitori hanno interpretato come preannunciante un aumento più brusco dei tassi ufficiali. Contrariamente ad altri recenti episodi di tensione dei mercati, i prezzi si sono contratti in tutte le classi di attività, compresi i titoli del Tesoro degli Stati Uniti, spesso visti come un investimento rifugio. I tassi di interesse reali a lungo termine, per cui il rendimento dei titoli statunitensi protetti dall'inflazione a dieci anni (TIPS) serve da indicatore, sono saliti di quasi 10 punti base durante i primi giorni di negoziazioni di ottobre, mentre i corsi azionari sono crollati e i premi sulle insolvenze societarie sono aumentati (grafico 1, primo diagramma). Questo andamento è molto simile a quello di inizio febbraio, quando la pubblicazione di dati relativi al mercato del lavoro statunitense superiori alle aspettative aveva causato un altro brusco calo dei mercati in seguito all'intensificarsi delle inquietudini degli investitori riguardo alla

<sup>1</sup> 12 settembre - 5 dicembre 2018.

## Impennata dei rendimenti reali e dei premi a termine a seguito del crollo delle attività di rischio in ottobre<sup>1</sup>

Grafico 1



<sup>1</sup> Le variazioni sono calcolate sui periodi seguenti (dal primo al quarto diagramma): 2 ottobre – 10 ottobre 2018; 31 gennaio – 8 febbraio 2018; 31 dicembre 2015 – 8 gennaio 2016; 17 agosto – 25 agosto 2015. Le variazioni del premio a termine sono calcolate sulle medie mobili di cinque-giorni.

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](http://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html); Bloomberg; indici ICE BoAML; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

politica della Fed (secondo diagramma)<sup>2</sup>. In particolare, i premi a termine dei rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni hanno registrato un'impennata nella prima settimana di ottobre, come era successo nella prima settimana di febbraio (ultima barra del primo e secondo diagramma).

Di solito in episodi di avversione al rischio, i mercati non si comportano in questo modo. È utile comparare gli andamenti dei prezzi delle attività e dei premi di rischio negli episodi di tensione di febbraio e ottobre con quelli osservati a gennaio 2016 e agosto 2015 (grafico 1, rispettivamente terzo e quarto diagramma). Le attività di rischio hanno perso terreno in tutti i casi presi in esame, sia negli Stati Uniti sia a livello mondiale, i corsi azionari sono calati (le due barre rosse in ogni diagramma) e gli spread dei titoli statunitensi ad alto rendimento e di quelli delle EME si sono ampliati (le due barre blu). Tuttavia, i tassi reali e i premi a termine (le due barre verdi) hanno avuto un andamento diverso nei quattro episodi. A differenza di quanto avvenuto in ottobre e febbraio 2018, in agosto 2015 e gennaio 2016 i tassi di interesse reali sono scesi, con lo spostamento delle posizioni da parte degli investitori da attività rischiose verso attività più sicure. Analogamente, il premio a termine stimato dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti è diminuito sia in 2015 sia in 2016. Da questa prospettiva, in entrambi gli episodi del 2018 le valutazioni hanno subito la pressione causata da un'impennata dei rendimenti reali dei titoli del Tesoro statunitensi e da un

<sup>2</sup> In febbraio, i movimenti dei mercati azionari erano stati intensificati da fattori tecnici relativi alla chiusura delle ingenti posizioni unidirezionali degli investitori sulla bassa volatilità. Cfr. "Il ritorno della volatilità", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018.

## I rendimenti reali trainano l'incremento dei rendimenti statunitensi a lungo termine

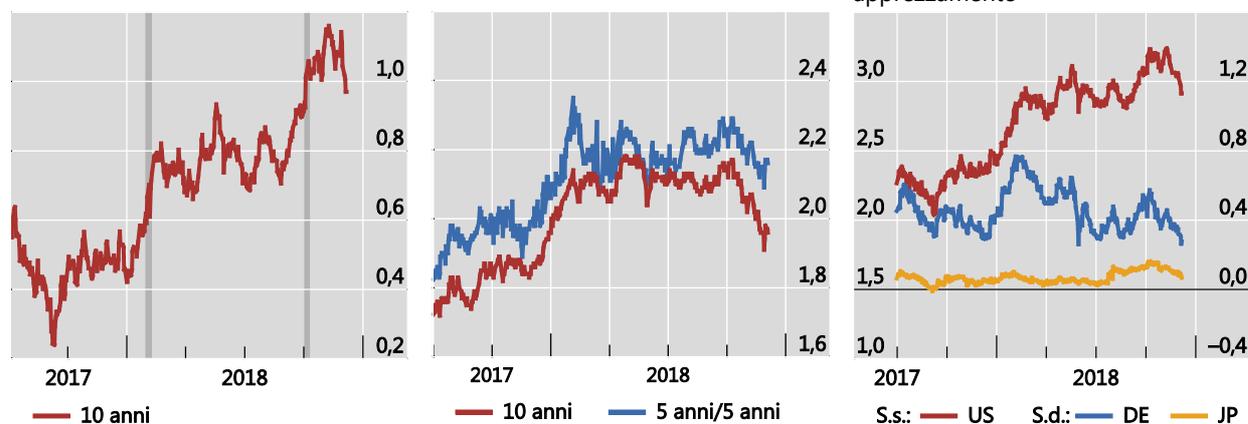
Valori percentuali

Grafico 2

I rendimenti dei TIPS accelerano

Il compenso per l'inflazione negli Stati Uniti cala<sup>1</sup>

I rendimenti statunitensi a lungo termine recedono dal precedente apprezzamento<sup>2</sup>



Le aree ombreggiate nel diagramma di sinistra indicano i periodi dal 31 gennaio all'8 febbraio 2018 e dal 2 ottobre al 10 ottobre 2018.

<sup>1</sup> Tassi di inflazione di pareggio. <sup>2</sup> Sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni.

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

incremento dei premi a termine, che hanno portato a una crescita dei tassi di attualizzazione e a una generale rivalutazione del rischio<sup>3</sup>.

All'inizio del periodo in esame, l'espansione dei tassi reali a lungo termine ha spinto al rialzo i rendimenti nominali dei titoli del Tesoro statunitensi. Il rendimento dei TIPS a 10 anni che, come indicato, rappresenta un'approssimazione per i tassi a lungo termine è cresciuto di circa 30 punti base da metà settembre a inizio novembre (grafico 2, diagramma di sinistra)<sup>4</sup>. Allo stesso tempo, i rendimenti nominali a dieci anni dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti hanno registrato una minore espansione nello stesso periodo, con il calo delle misure di compensazione dell'inflazione, probabilmente in risposta alle mutate aspettative degli investitori riguardo a un inasprimento della politica monetaria (diagramma centrale). Ciò nondimeno, i rendimenti nominali dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti a dieci anni sono stati scambiati sempre al di sopra del 3% per la prima volta da metà 2011. Il benchmark è sceso al di sotto del 3% solo all'inizio di dicembre, in seguito alle dichiarazioni degli alti responsabili della Federal Reserve, che gli investitori hanno interpretato come più accomodanti rispetto a quelle di ottobre, e all'intensificarsi delle incertezze riguardo alle prospettive di un affievolirsi delle tensioni commerciali (diagramma di destra).

I mutamenti dei fattori dell'offerta e della domanda hanno contribuito all'espansione dei rendimenti degli Stati Uniti durante tutto l'anno. Dal lato dell'offerta, rispecchiando in parte gli alleggerimenti fiscali attuati in dicembre 2017, tra gennaio e ottobre le emissioni nette di titoli del Tesoro statunitensi costituivano il 4% del PIL ritardato, registrando un aumento del 2% rispetto allo stesso periodo

<sup>3</sup> Per un'introduzione del concetto e del calcolo dei premi a termine, 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).

<sup>4</sup> Cfr. "Il ritorno della volatilità", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018.

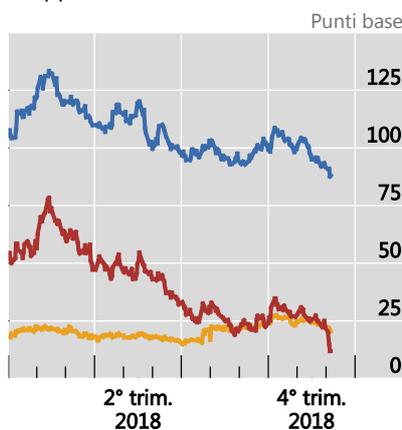
del 2017 e raggiungendo il livello più alto dal 2012. Dal lato della domanda, si è protratta la contrazione delle posizioni in titoli del Tesoro da parte della Federal Reserve e dei principali investitori esteri. Con l'avanzare della politica di riduzione del bilancio da parte della Fed, le posizioni della banca centrale in titoli del Tesoro sono scese di oltre due punti percentuali fino al 15% dei titoli negoziabili totali, circa 5 punti percentuali al di sotto del massimo del 2014. Le posizioni in titoli del Tesoro degli Stati Uniti da parte del settore ufficiale estero (essenzialmente i gestori delle riserve delle banche centrali) hanno anch'esse registrato una contrazione di quasi due punti percentuali nel 2018 al 26% dell'importo in essere, approssimativamente 8 punti percentuali al di sotto dei livelli del 2014.

A inizio ottobre la curva dei rendimenti degli Stati Uniti si è accentuata per un breve periodo, con il balzo dei rendimenti dei titoli del Tesoro a lungo termine. Successivamente, la curva ha ripreso la tendenza all'appiattimento iniziata a febbraio, analogamente a quella del Bund tedesco a dieci anni e, in misura minore, a quella delle obbligazioni giapponesi (grafico 3, diagramma di sinistra). A inizio dicembre, mentre i mercati azionari registravano un ulteriore ribasso, la curva si è invertita nella fascia media quando i rendimenti a cinque anni sono scesi al di sotto di quelli a due e tre anni. Il protrarsi dell'appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi ha ridotto l'interesse degli investitori giapponesi e soprattutto di quelli dell'area dell'euro per i titoli del Tesoro USA, in quanto le curve dei rendimenti nelle loro rispettive giurisdizioni avevano una pendenza analoga o maggiore. L'incremento dei costi di copertura valutaria ha indebolito ulteriormente la propensione al rischio per gli investitori che coprono le loro posizioni. Questi costi sono stati il riflesso di una combinazione di fattori: da un lato, il ricorso a strumenti di breve termine a fini di copertura; dall'altro lato, un ampliamento della cross-currency basis nel segmento a

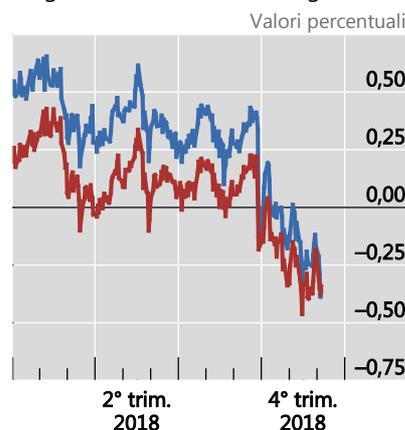
## Gli investitori non statunitensi perdono interesse per i titoli del Tesoro statunitensi

Grafico 3

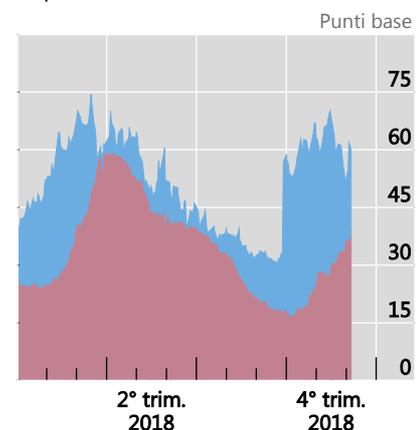
La curva dei rendimenti statunitensi si appiattisce ulteriormente



I rendimenti statunitensi coperti a lungo termine diventano negativi<sup>1</sup>



I costi di provvista in dollari USA si impennano<sup>2</sup>



Differenziali a termine 10anni-2anni:  
 — US — DE — JP

— copertura EUR  
 — copertura JPY

— spread Libor-OIS  
 — cross-currency basis swap<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni; costi di copertura sulla base degli swap su valute a tre mesi, mobili. <sup>2</sup> Sulla base delle scadenze trimestrali. <sup>3</sup> Medie dei cross-currency basis swap in EUR, GBP, JPY rispetto a USD.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

breve del mercato degli swap in valuta (grafico 3, diagramma di destra)<sup>5</sup>. Un aumento dello spread Libor-OIS, causato probabilmente dalle tensioni bancarie nell'area dell'euro e dalla rapida contrazione delle riserve bancarie negli Stati Uniti<sup>6</sup>, ha contribuito anch'esso a mantenere i costi di copertura elevati (stesso diagramma).

## Mercati instabili stentano a riprendersi

L'aumento dei tassi di interesse all'inizio del periodo in esame è parso smorzare la ricerca di rendimento che da qualche tempo dominava i mercati finanziari. In un contesto di minore sostegno, i titoli azionari hanno subito i contraccolpi dell'incremento dell'incertezza riguardante la sostenibilità della crescita degli utili, portando le elevate valutazioni statunitensi su livelli prossimi alle medie storiche. Ma gli andamenti del mercato azionario statunitense hanno avuto un impatto su diverse classi di attività e giurisdizioni. All'inizio di dicembre, i mercati azionari hanno continuato a essere perturbati sullo sfondo di incertezze circa le tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina.

I mercati azionari mondiali hanno subito forti oscillazioni in questo periodo. In ottobre l'S&P 500 ha perso quasi il 10% della sua capitalizzazione, cancellando tutti i guadagni realizzati dall'inizio dell'anno. Successivamente è rimasto pressoché stabile, con forti oscillazioni causate dalla volubilità della fiducia degli investitori e dalla forte dipendenza di quest'ultima dai dati (grafico 4, primo diagramma). L'ondata di vendite si è estesa ai mercati azionari di altre EA ed EME, la maggior parte dei quali era già stata stagnante o in calo per gran parte del 2018. I mercati non statunitensi hanno perso in media circa l'8% in questo mese, mentre l'indice Shanghai Composite ha registrato un calo di quasi il 15%. A inizio dicembre, dopo un tentativo di ripresa innescato dalle prospettive di un affievolirsi delle tensioni commerciali mondiali, un ulteriore episodio di volatilità ha lasciato l'S&P 500 ancora al di sotto dell'8% del massimo storico raggiunto il 20 settembre.

In ottobre le volatilità implicite nel mercato azionario hanno raggiunto livelli non osservati dall'impennata di febbraio, dopo essere rimaste contenute per gran parte dell'anno (grafico 4, secondo diagramma). L'indice VIX è arrivato al 25% – un livello che, pur non essendo inusuale in una prospettiva storica, è comunque uno dei più alti da fine 2011<sup>7</sup>. Alla fine del periodo in esame, le volatilità implicite nei mercati azionari degli Stati Uniti e di altre EA rimanevano al di sopra dei minimi raggiunti nei mesi precedenti. Le volatilità implicite sono state più stabili nel mercato obbligazionario e in quello valutario (grafico 4, secondo diagramma).

Negli Stati Uniti, le perdite dei mercati azionari sono state particolarmente ingenti per le imprese del settore industriale e tecnologico, e alcuni dei principali titoli tecnologici hanno bruciato un quinto del loro valore di mercato (grafico 4, terzo diagramma). In ottobre gli annunci sugli utili hanno segnalato pressioni crescenti sui

<sup>5</sup> La cross-currency basis si è ampliata rapidamente quando la scadenza dei contratti swap a tre mesi ha iniziato ad avvicinarsi alla fine dell'anno. L'impennata potrebbe essere stata il riflesso della domanda di finanziamenti coperti in dollari prima della fine dell'anno, alla luce dei numerosi obblighi regolamentari, tra cui l'informativa di bilancio, ma non solo.

<sup>6</sup> Le riserve di bilancio detenute dalle banche della Federal Reserve hanno perso circa il 20% durante il 2018.

<sup>7</sup> Un valore di fine giornata del 25% è l'83° percentile della distribuzione del VIX tra gennaio 1990 e settembre 2018, e il 98° percentile tra gennaio 2012 e settembre 2018.

## I mercati azionari precipitano in ottobre e successivamente subiscono brusche oscillazioni

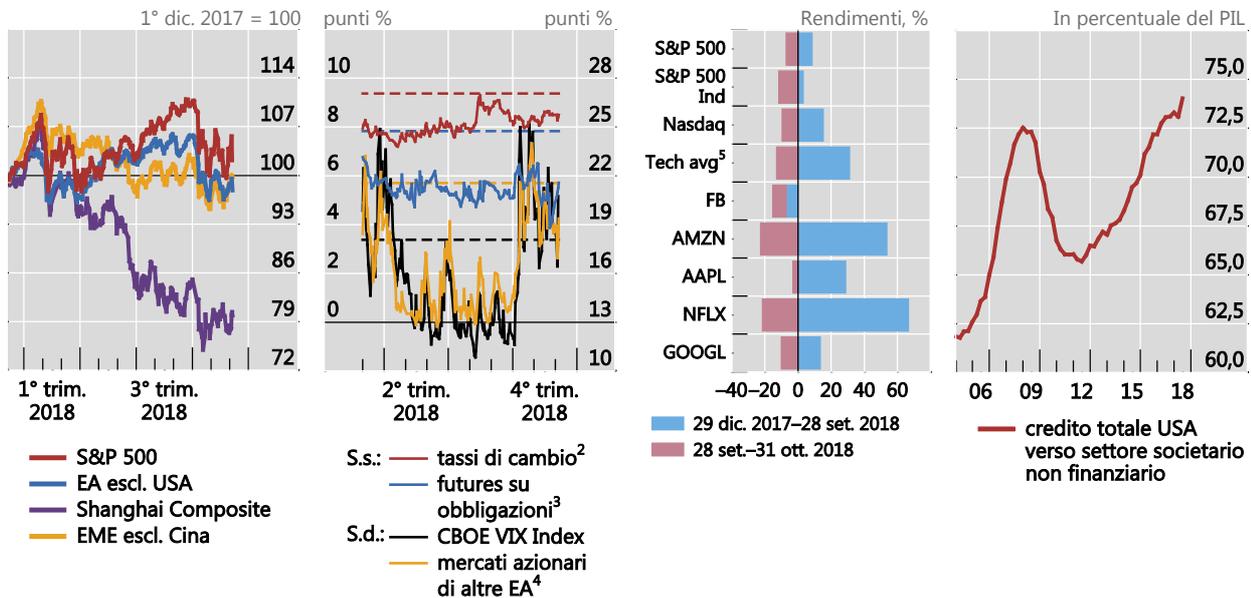
Grafico 4

Crollo dei mercati azionari<sup>1</sup>

Aumento delle volatilità

Il settore tecnologico e quello industriale registrano le maggiori perdite

Debito societario al di sopra del picco del periodo della crisi



S&P 500 Ind = S&P 500 Industrials index; FB = Facebook Inc Class A; AMZN = Amazon.com Inc; AAPL = Apple Inc; NFLX = Netflix Inc; GOOGL = Alphabet Inc.

Le linee tratteggiate nel secondo diagramma indicano le medie semplici per il periodo 1° gennaio 2002 - 31 dicembre 2006.

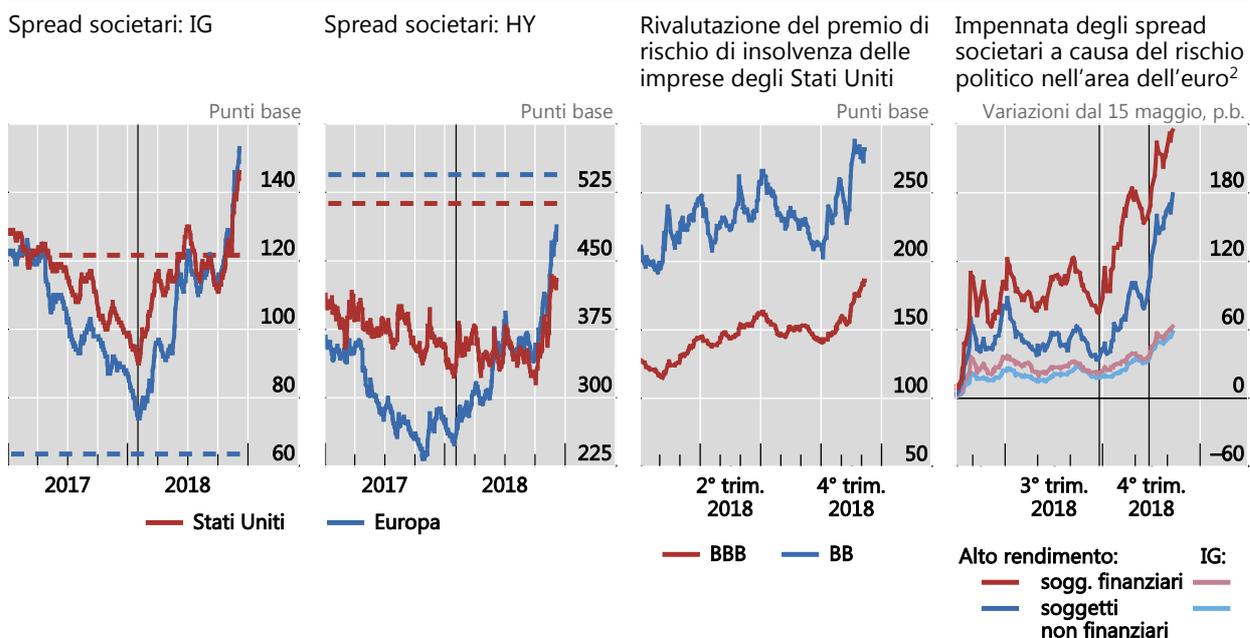
<sup>1</sup> Per le EA a esclusione di USA e le EME a esclusione di CN, media semplice degli indici azionari tra i paesi in moneta locale. <sup>2</sup> Indice JPMorgan VXY Global (indice ponderato per il turnover della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money a tre mesi su 23 tassi di cambio rispetto al dollaro USA). <sup>3</sup> Volatilità implicita delle opzioni at-the-money relative ai futures su obbligazioni a lungo termine di DE, GB, JP e US; media ponderata in base al PIL e alle PPA. <sup>4</sup> Volatilità implicita degli indici EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. <sup>5</sup> Media non ponderata per le imprese tecnologiche riportate nel grafico.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

costi per le imprese del settore industriale e prospettive di un calo della domanda per le società tecnologiche. Le azioni di questi due settori avevano recuperato solo parzialmente le perdite di ottobre prima di cedere nuovamente a inizio dicembre. Anche dopo l'ondata di vendite, le valutazioni dei titoli azionari negli Stati Uniti sono rimaste relativamente elevate, mentre erano in linea con i livelli storici nella maggior parte delle EA e delle EME.

La fragilità dei bilanci aziendali e una minore protezione dei finanziatori nei principali mercati creditizi potrebbero avere innescato inquietudini presso gli investitori. Negli Stati Uniti, il debito societario delle società non finanziarie si è mantenuto a livelli superiori, in percentuale del PIL, al picco della Grande Crisi Finanziaria (GCF) (grafico 4, quarto diagramma). Le obbligazioni con il rating investment-grade più basso hanno rappresentato un terzo delle obbligazioni in essere e, nell'anno trascorso, gli oneri debitori erano aumentati soprattutto per le società con bilanci fragili<sup>8</sup>. Inoltre, i prestiti covenant-lite, che danno ai creditori

<sup>8</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Stability Report*, novembre 2018.



Le linee tratteggiate nel primo e secondo diagramma indicano le medie semplici per il periodo 1° gennaio 2002-31 dicembre 2006.

La linea verticale nel primo e secondo diagramma indica il 2 febbraio 2018 (il rapporto sul mercato del lavoro statunitense scatena tensioni nel mercato azionario). Le linee verticali nel quarto diagramma indicano il 27 settembre 2018 (pubblicazione della proposta di bilancio per il 2019 del governo italiano) e il 13 novembre 2018 (il governo italiano scrive all'UE che rifiuta la modifica della proposta di bilancio).

<sup>1</sup> Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread). <sup>2</sup> 15 maggio 2018 corrisponde alla diffusione della bozza dell'accordo del governo di coalizione italiano.

Fonti: Bloomberg; indici ICE BofAML; elaborazioni BRI.

meno salvaguardie, hanno rappresentato circa l'80% del volume dei prestiti leveraged emessi nel 2018<sup>9</sup>.

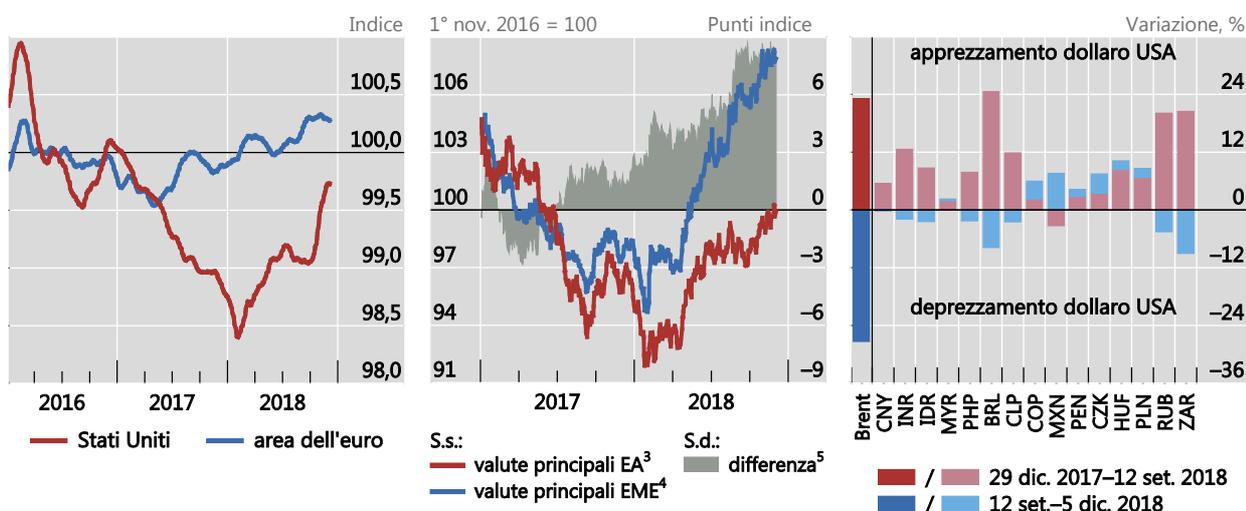
Di conseguenza, gli spread creditizi delle imprese degli Stati Uniti si sono ampliati ulteriormente sia nel segmento investment grade (IG) sia in quello ad alto rendimento. Nel settore IG essi hanno superato la media pre-GCF, guadagnando circa 35 punti base dall'inizio del quarto trimestre (grafico 5, primo diagramma, linea rossa). Dopo aver teso a calare nell'anno e mezzo precedente, gli spread dei titoli ad alto rendimento sono balzati di circa 100 punti base a partire da ottobre, restando tuttavia lievemente al di sopra dei livelli di inizio 2017 e ben al di sotto della media pre-GCF (secondo diagramma, linea rossa). In una certa misura, gli spread dei titoli ad alto rendimento sono stati influenzati dall'andamento dei prezzi del petrolio, a causa della grande partecipazione delle imprese del comparto dell'olio di scisto nel segmento creditizio. L'incremento dei premi di rischio ha fatto aumentare i costi di provvista in misura particolarmente marcata per le imprese con una valutazione più bassa. Dopo essersi ristretto nel terzo trimestre, lo spread tra le obbligazioni societarie BB e BBB negli Stati Uniti ha cominciato ad allargarsi nuovamente a inizio ottobre, continuando anche in novembre (terzo diagramma). L'ampliamento ha coinciso con l'incremento dei rendimenti dei titoli del Tesoro e con le turbolenze del mercato azionario.

<sup>9</sup> Cfr. T. Goel, "L'ascesa dei prestiti leveraged: un rischio?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2018.

Inasprimento delle condizioni finanziarie<sup>1</sup>

Ulteriore rafforzamento del dollaro<sup>2</sup>

La debolezza dei prezzi del petrolio compensa il rafforzamento del dollaro



<sup>1</sup> Indice Goldman Sachs delle condizioni finanziarie; un aumento indica un inasprimento; media mobile a 22 giorni. <sup>2</sup> Indici del dollaro ponderato per il commercio, Board of Governors of the Federal Reserve System; un aumento indica un apprezzamento. <sup>3</sup> AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY e SEK. <sup>4</sup> Altri partner commerciali importanti (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB e VES). <sup>5</sup> Differenza tra l'indice del dollaro ponderato per l'interscambio per altri importanti partner commerciali e le principali valute.

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

In Europa, i costi di indebitamento sono saliti in seguito all'intensificarsi dell'incertezza politica. Gli spread IG europei, che erano aumentati rapidamente nella prima metà del 2018, si sono ampliati ulteriormente nel periodo in esame, superando le loro controparti negli Stati Uniti e più che raddoppiando la loro media pre-GCF (grafico 5, primo diagramma, linea blu). Nel segmento dell'alto rendimento, gli spread europei si sono allargati a un ritmo sostenuto in dicembre e sono rimasti più elevati di quelli degli Stati Uniti, avvicinandosi alle medie pre-GCF (secondo diagramma, linea blu). L'impatto è stato particolarmente negativo per i titoli delle società finanziarie ad alto rendimento (quarto diagramma).

La conseguenza di questi eventi è stata un concreto inasprimento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti e in Europa. Ciò detto, per certi versi le condizioni finanziarie degli Stati Uniti sono rimaste alquanto allentate e meno rigide rispetto all'inizio dello scorso anno (grafico 6, diagramma di sinistra, linea rossa). Una porzione significativa dell'inasprimento delle condizioni finanziarie degli Stati Uniti nel quarto trimestre ha rispecchiato l'impatto del crollo del mercato azionario (Riquadro A). In Europa invece le condizioni finanziarie si sono irrigidite maggiormente rispetto al 2017 e a gran parte del 2018 (grafico 6, diagramma di sinistra, linea blu).

## Le EME si stabilizzano ma devono affrontare nuove sfide

L'inasprimento delle condizioni finanziarie ha colpito anche le EME, in particolare tramite l'ulteriore apprezzamento del dollaro USA. La moneta ha infatti guadagnato terreno nei confronti delle valute sia delle EA sia delle EME (grafico 6, diagramma centrale). Tuttavia, rispetto ai mesi precedenti, l'impatto dell'apprezzamento del

dollaro è stato più contenuto, in parte perché le EME ne erano già state colpite nel trimestre precedente, e in parte perché alcune di esse hanno beneficiato dell'improvviso calo dei prezzi del petrolio. Questo calo potrebbe aver offerto un po' di respiro dopo la duplice battuta d'arresto derivante dal rafforzamento del dollaro e dell'aumento dei prezzi del greggio, uno scenario inusuale che aveva prevalso durante i primi tre trimestri dell'anno (diagramma di destra). Con l'avanzare del trimestre, le valute di alcune EME hanno recuperato una parte delle perdite.

Gli andamenti dei flussi di portafoglio e dei prezzi delle attività sono stati disomogenei. I deflussi si sono trasformati in afflussi per i fondi azionari delle EME, dato che il significativo calo cumulato dei corsi azionari registrato durante l'anno ha portato i multipli di valutazione verso livelli attrattivi, leggermente al di sotto delle medie di lungo periodo (grafico 7, diagramma di sinistra). Le condizioni sono rimaste generalmente stabili nei mercati secondari dei titoli sovrani in valuta locale. All'inizio del periodo in esame gli spread si sono ristretti e in seguito sono rimasti pressoché invariati prima di un incremento a inizio dicembre. Ciò nondimeno, gli spread sul debito sovrano in valuta locale si sono mantenuti ben al di sotto delle loro medie post-GCF ma al di sopra del massimo registrato prima delle tensioni commerciali intensificatesi lo scorso aprile (diagramma centrale, linea rossa).

## Le condizioni dei mercati obbligazionari non si allentano nelle EME

Grafico 7

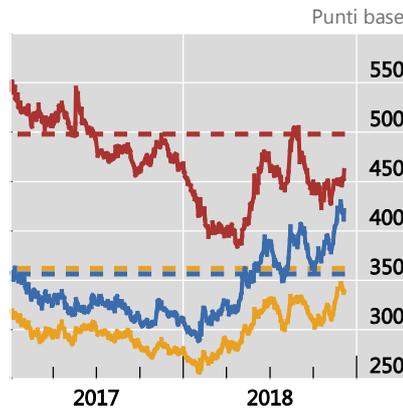
Riduzione dei deflussi di fondi delle EME<sup>1</sup>



S.s.:  
— rapporto prezzo/utigli mercato  
— azioni  
— azioni EME  
— valuta locale  
— valuta forte e misti<sup>2</sup>

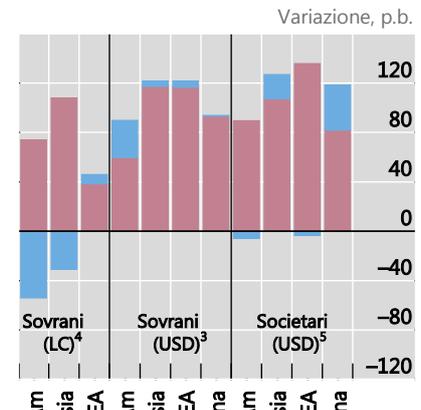
S.d.:  
— azioni  
— valuta locale  
— valuta forte e misti<sup>2</sup>

Allentamento degli spread sulle obbligazioni in valuta locale delle EME



Sovrani:  
— dollaro USA<sup>3</sup>  
— dollaro USA<sup>5</sup>  
— dollaro USA<sup>5</sup>  
— dollaro USA<sup>5</sup>

I rendimenti in dollari USA aumentano nelle EME<sup>6</sup>



Sovrani (LC)<sup>4</sup>  
Sovrani (USD)<sup>3</sup>  
Societari (USD)<sup>5</sup>

LatAm  
EM Asia  
EMEA  
LatAm  
EM Asia  
EMEA  
Cina  
LatAm  
EM Asia  
EMEA  
Cina

29 dic. 2017–12 set. 2018  
12 set.–4 dic. 2018

La linea tratteggiata nel diagramma a sinistra indica la media semplice per il periodo 2 gennaio 1995–5 dicembre 2018. Le linee tratteggiate nel diagramma centrale indicano le medie semplici per il periodo 1° gennaio 2012 – 31 dicembre 2017.

<sup>1</sup> Somme mensili dei dati settimanali fino al 28 novembre 2018. <sup>2</sup> I fondi valutari misti investono sia in obbligazioni in valuta locale sia in obbligazioni in valuta forte. <sup>3</sup> Indice JPMorgan EMBI Global (titoli sovrani), differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). <sup>4</sup> Per l'indice JPMorgan GBI, spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni. <sup>5</sup> Indice JPMorgan CEMBI, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). <sup>6</sup> Variazioni dei rendimenti a scadenza di ogni indice nei periodi indicati; i valori aggregati regionali sono le medie ponderate sulla base del valore di mercato. LatAm = America latina eccetto Argentina; EM Asia = Asia emergente eccetto Cina; EMEA=Europa emergente, Medio Oriente e Africa eccetto Turchia.

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

Le condizioni sono state meno favorevoli nei mercati del reddito fisso denominato in dollari. I fondi obbligazionari in valuta forte hanno continuato a registrare qualche deflusso moderato. Per gli spread sovrani e societari vi sono stati alcuni bruschi ampliamenti a fine novembre, che si sono ristretti quando è parso che le tensioni commerciali si affievolissero in seguito al vertice dei leader del G20 a Buenos Aires (grafico 7, diagramma centrale, linee blu e gialle). In particolare, i rendimenti dei titoli sovrani dell'America latina e di quelli societari della Cina denominati in dollari sono aumentati nettamente nel periodo in esame (diagramma di destra, barre blu). Nel complesso, il costo del debito denominato in dollari è cresciuto di 100 o più punti base per la maggior parte delle EME dall'inizio dell'anno (diagramma di destra, barre rosse e blu). Le nuove emissioni da parte di governi e imprese si sono ridotte durante il 2018. Tuttavia nei prossimi anni le EME dovranno fare i conti con ingenti fabbisogni di rifinanziamento.

Le prospettive economiche per la Cina continuano a suscitare inquietudini, in particolare per le EME asiatiche. L'economia cinese ha gradualmente decelerato nell'anno trascorso, in seguito alla decisione delle autorità di portare avanti una politica di riduzione della leva finanziaria volta a tenere sotto controllo i timori riguardanti la stabilità finanziaria. La marcata flessione dei corsi azionari, accentuatasi in ottobre, ha inasprito ulteriormente le condizioni finanziarie attraverso il suo impatto sui prestiti garantiti da pegni su azioni (Riquadro B). In questo contesto, il deprezzamento del renminbi, significativo anche nei confronti delle valute di altre EME, ha posto un'ulteriore pressione su altre valute asiatiche e su quelle dei produttori di materie prime.

## L'incertezza politica continua a scuotere le banche dell'area dell'euro

Le banche dell'area dell'euro hanno subito ulteriori perdite di valore nel periodo in esame. L'intensificarsi del rischio politico è stato un fattore chiave del crollo più recente: lo stallo delle negoziazioni tra l'Unione europea e il governo italiano sulla proposta di bilancio per il 2019 ha provocato crescenti pressioni, e la prospettiva di un'uscita dall'UE priva di ostacoli per il Regno Unito è rimasta incerta.

Le incertezze politiche hanno scosso nuovamente i mercati obbligazionari italiani. Lo spread sovrano nei confronti del Bund tedesco, che aveva registrato un'impennata a metà maggio<sup>10</sup>, è salito di nuovo a fine settembre con la diffusione della bozza sul bilancio italiano (grafico 8, primo diagramma). Nelle settimane seguenti gli spread si sono gradualmente ridotti, per poi ampliarsi nuovamente a metà novembre, in seguito al rifiuto da parte del governo italiano di modificare la sua proposta di bilancio, bocciata dall'UE a fine ottobre. Segnali hanno indicato che gli investitori avrebbero percepito un aumento delle probabilità di un eventuale ridenominazione del debito sovrano italiano: il costo dei contratti di credit default swap che includevano questa eventualità è aumentato rispetto a quello dei contratti che la escludevano (secondo diagramma). Anche in questo caso, pur essendo alquanto elevati, questi vari spread non hanno raggiunto il picco di maggio e, sebbene il contagio verso altri rendimenti sovrani dell'area dell'euro fosse visibile, esso è stato più limitato.

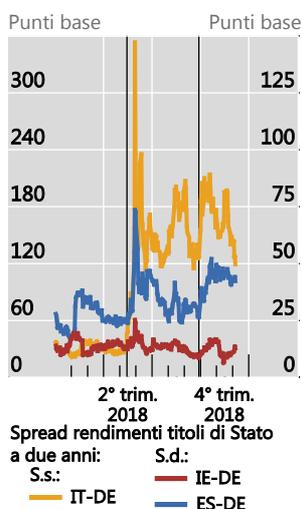
Sulla scia di questi eventi, le quotazioni delle banche dell'area dell'euro sono peggiorate ulteriormente. Tra metà maggio e inizio dicembre, le banche dell'area

<sup>10</sup> Cfr. "Le divergenze tra i mercati si ampliano", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2018.

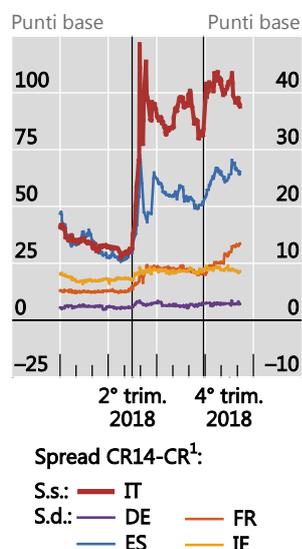
## Sulla scia delle tensioni politiche, le valutazioni delle azioni europee continuano a peggiorare

Grafico 8

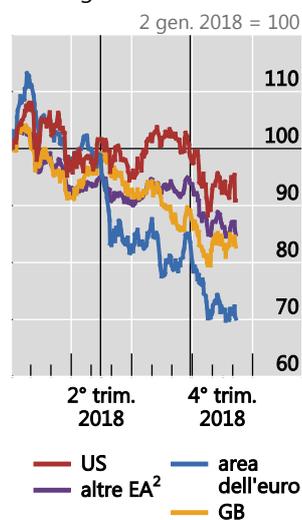
Gli spread sovrani italiani registrano forti oscillazioni



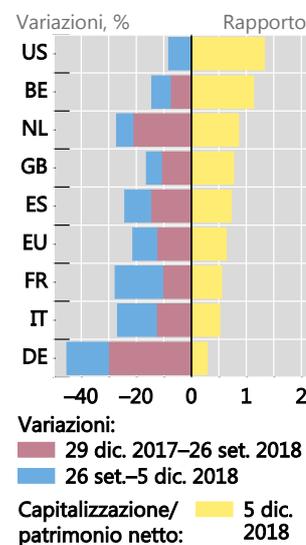
Il compenso per il rischio di ridenominazione si impenna



La performance delle azioni delle banche dell'area dell'euro rimane inferiore a quella delle loro omologhe



Rapporto prezzo/patrimonio netto



Le linee verticali nel primo, secondo e terzo diagramma indicano il 15 maggio 2018 (diffusione della bozza dell'accordo del governo di coalizione italiano) e il 27 settembre 2018 (pubblicazione della proposta di bilancio per il 2019 del governo italiano).

<sup>1</sup> Sulla base di credit defaults swaps con scadenza quinquennale su obbligazioni senior non garantite denominate in dollari USA con ristrutturazione integrale (complete restructuring (CR)). CR14 si riferisce alle norme 2014 ISDA, che includono la ridenominazione come evento di insolvenza. <sup>2</sup> Medie ponderate di AU, CA, CH, DK, JP, NO e SE, sulla base della capitalizzazione di mercato.

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

dell'euro hanno perso una quota pari a circa il 30% della capitalizzazione di mercato (grafico 8, terzo diagramma), metà della quale in seguito alla diffusione, in settembre, della bozza di proposta di bilancio del governo italiano. Le perdite sono state largamente superiori a quelle delle banche in altre EA. Inoltre, con l'affievolirsi delle tensioni politiche a fine novembre, le azioni delle banche europee non hanno ripreso slancio, malgrado il ridursi degli spread sul debito sovrano italiano.

Di conseguenza, i rapporti tra capitalizzazione e patrimonio netto, una misura utilizzata per la valutazione delle banche, sono calati notevolmente e si sono mantenuti su livelli eccezionalmente depressi. A inizio dicembre, i rapporti per le banche francesi, tedesche e italiane avevano perso più del 10% da settembre, e oltre il 25% dall'inizio dell'anno (grafico 8, lato sinistro del quarto pannello). Le banche della maggior parte delle giurisdizioni europee presentano rapporti tra valore di mercato e patrimonio netto contabile inferiori a uno (lato destro del quarto diagramma) e in alcuni casi ben al di sotto di quella soglia, indicando il persistere delle preoccupazioni degli investitori riguardo alle prospettive di ricavi e, in certi casi, alla qualità degli attivi<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Cfr. B. Bogdanova, I. Fender e E. Takáts, "L'ABC dei rapporti tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018, (versione integrale disponibile solo in inglese).

## Indici delle condizioni finanziarie: il ruolo dei mercati azionari

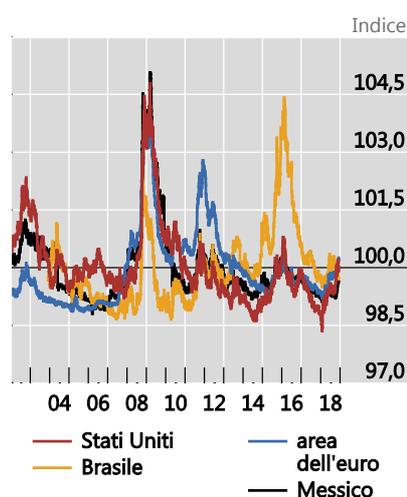
Anna Zabei\*

Le variazioni delle condizioni finanziarie sono spesso viste come un importante canale di trasmissione della politica monetaria. Di conseguenza i ricercatori e gli analisti hanno elaborato degli indici delle condizioni finanziarie (FCI) per le diverse economie, generalmente usando le medie ponderate di diverse variabili chiave, come un modo per monitorare e studiare questi effetti<sup>1</sup>. Questo riquadro osserva i recenti andamenti degli FCI in alcune economie e illustra che essi sono sensibili alle variabili volatili, anche quando queste hanno un peso minore nell'indice. Esamina la questione considerando il modo in cui gli FCI negli Stati Uniti hanno reagito ai recenti andamenti dei mercati azionari.

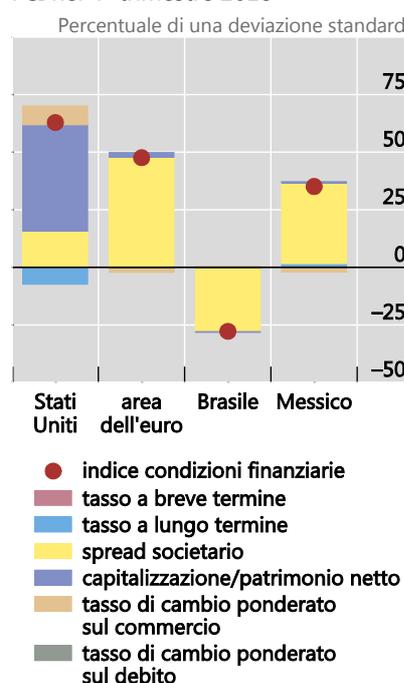
### Malgrado il loro peso minore, recentemente le azioni hanno avuto un ruolo importante per gli FCI

Grafico A

FCI per alcune economie<sup>1</sup>



Scomposizione della variazione degli FCI nel 4° trimestre 2018<sup>2</sup>



FCI degli Stati Uniti, con e senza azioni<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Ogni indice delle condizioni finanziarie (FCI) è elaborato come lo z-score della media ponderata delle componenti sottostanti, centrato attorno a 100 (ovvero la media ponderata meno la sua media di lungo periodo sulla sua deviazione standard di lungo periodo, più 100). Di conseguenza, un indice con un valore pari a 101 segnala che le condizioni finanziarie hanno una deviazione standard di 1 al di sopra della loro media di lungo periodo (posta pari a 100). <sup>2</sup> Contributo di ogni componente alla variazione dell'indice tra il 1 ottobre e il martedì 4 dicembre 2018 espresso in percentuale di una deviazione standard dell'indice. Per le EA, le componenti dell'indice sono i tassi di interesse a breve e lungo termine, gli spread societari, le azioni e il tasso di cambio ponderato per il commercio. Per le EME, gli FCI includono queste cinque componenti più un tasso di cambio ponderato sul debito per cogliere i disallineamenti valutari. I tassi a breve termine sono i tassi ufficiali per le EA e i rendimenti dei titoli di Stato a tre mesi per le EME. <sup>3</sup> L'FCI escl. azioni è calcolato escludendo le azioni e ridistribuendo il peso corrispondente alle quattro componenti restanti dell'indice. La redistribuzione mantiene la stessa proporzionalità tra i pesi delle variabili incluse, come nell'indice principale.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Dealogic; Euroclear; indici ICE BofAML; JPMorgan Chase; Goldman Sachs; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche bancarie BRI su base locale; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Il diagramma di sinistra del grafico A traccia FCI "sintetici" per Stati Uniti, area dell'euro, Brasile e Messico. Gli FCI sono stati costruiti usando un approccio simile a quello utilizzato da Goldman Sachs – inclusa la scelta dei pesi, che sono selezionati usando le stime dell'impatto relativo delle variazioni delle componenti sulla crescita del PIL<sup>②</sup>. Le componenti comprendono i tassi di interesse (a breve e lungo termine), gli spread creditizi delle imprese, le valutazioni dei mercati azionari (rapporti prezzo/utigli) e il tasso di cambio (ponderato sul commercio e sul debito). I pesi di queste variabili riflettono le caratteristiche strutturali di ogni economia. Le variabili entrano nell'indice di modo che un aumento di una componente riflette un inasprimento delle condizioni (ovvero una contrazione delle disponibilità di provvista)<sup>③</sup>.

Questi FCI suggeriscono che le condizioni finanziarie negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Messico sono state generalmente accomodanti per diversi anni; i rispettivi FCI sono rimasti ben al di sotto delle medie di lungo periodo dal 2013<sup>④</sup>. L'FCI è stato più volatile in Brasile, che ha vissuto una forte recessione nel periodo 2016-17. Ciò detto, le condizioni finanziarie negli Stati Uniti e nell'area dell'euro hanno cominciato a essere meno favorevoli nell'anno trascorso.

Nel 4° trimestre del 2018, in particolare, l'FCI degli Stati Uniti è aumentato di quasi una deviazione standard su quasi tre trimestri, mentre quello dell'area dell'euro e del Messico indica un inasprimento di, rispettivamente, metà e circa un terzo della deviazione standard (grafico A, diagramma centrale). Le condizioni finanziarie si sono invece allentate in Brasile. I recenti cambiamenti delle condizioni finanziarie sono stati trainati principalmente dagli spread sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro, Brasile e Messico, ma l'FCI degli Stati Uniti è cresciuto principalmente a causa di una correzione delle valutazioni azionarie.

Di fatto, pare che una gran parte dell'allentamento delle condizioni finanziarie degli Stati Uniti, nonché il loro più recente inasprimento, sia ascrivibile ai mercati azionari. Un FCI calcolato escludendo le azioni avrebbe segnalato un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie degli Stati Uniti negli ultimi due anni (diagramma di destra). Esiste questa divergenza perché, nonostante il loro peso sia relativamente minore (5% nel caso dell'FCI degli Stati Uniti), le azioni sono relativamente più volatili delle altre componenti dell'indice.

La forte sensibilità dell'FCI alle valutazioni azionarie in questa metodologia rivela l'importanza di definire correttamente i pesi corrispondenti. Un certo grado di dipendenza dal finanziamento di mercato per sostenere l'attività economica, nonché la tendenza delle imprese a osservare il mercato azionario per le loro decisioni di investimento, rendono necessaria l'inclusione delle azioni come componente degli FCI. In una prospettiva macroeconomia di breve termine, l'importanza degli andamenti dei mercati azionari potrebbe essere sopravvalutata se le considerazioni sulla distribuzione non rivelassero la scelta dei pesi. Le posizioni in azioni sono concentrate tra famiglie che si situano nella fascia più alta di distribuzione del reddito e della ricchezza, che tendono ad avere una propensione marginale al consumo relativamente bassa. Di conseguenza, un indice costruito senza tenere conto di queste differenze potrebbe attribuire un peso troppo elevato alle valutazioni azionarie e quindi sovrastimare un aumento dell'attività preannunciato da un allentamento delle condizioni finanziarie.

\* Si desidera ringraziare in particolar modo Nick Fawcett di Goldman Sachs e soprattutto Katie Craig, Markus Petersen e Seth Searls della Federal Reserve Bank of New York per i numerosi e utili scambi. ① In alternativa, si può usare un approccio basato su una componente principale. Cfr. J. Hatzius, P. Hooper, F. Mishkin, K. Schoenholtz e M. Watson, "Financial conditions indexes: a fresh look after the financial crisis", *NBER Working Papers*, n. 16150, luglio 2010. ② La scelta dei pesi è spiegata in J. Hatzius, S. Stehn e N. Fawcett, "Financial conditions: a unified approach", *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, settembre 2016; e nell'analisi di risposta di Goldman Sachs sugli FCI pubblicata nello stesso numero. Gli FCI nel grafico A sono calcolati usando gli stessi pesi degli FCI di Goldman Sachs, eccetto l'FCI dell'area dell'euro. Mentre gli FCI di Goldman Sachs per l'area dell'euro includono una variabile per gli "spread sul debito sovrano", l'FCI del grafico A la esclude, ai fini di una maggiore coerenza con l'indicatore degli Stati Uniti. ③ Per esempio, dato che rapporti prezzo/utigli più elevati sono associati a un allentamento delle condizioni finanziarie e a un'accelerazione dell'attività economica, essi sono accompagnati da un segno negativo. Analogamente, si tiene conto dell'effetto duplice dei tassi di cambio sull'attività economica – un apprezzamento tende a frenare l'attività limitando le esportazioni nette, ma la spinge riducendo il valore reale del debito denominato in valuta estera di famiglie e società – includendo sia i tassi di cambio ponderati per il commercio sia quelli ponderati sul debito negli FCI per Brasile e Messico. Per gli Stati Uniti e l'area dell'euro è incluso solo il tasso di cambio ponderato per il commercio, dato che le famiglie e le imprese in queste due economie non presentano importi significativi di debito denominato in valuta estera. ④ Le medie di lungo periodo sono state calcolate per i periodi che iniziano il 3 gennaio 2000 per gli Stati Uniti; il 31 gennaio 2002 per l'area dell'euro; il 28 novembre 2003 per il Brasile e il 2 gennaio 2002 per il Messico, e terminano il 23 novembre 2018 in tutti i quattro casi.

## Il credito garantito da pegni su azioni e il mercato azionario cinese

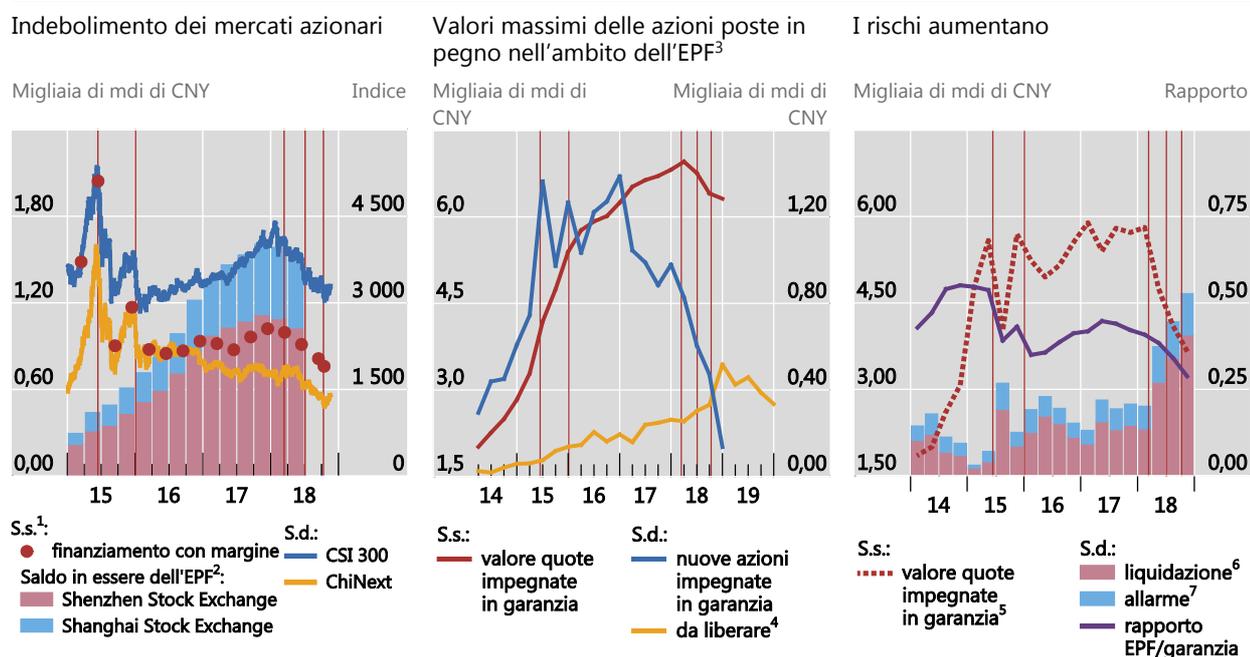
Feng Zhu

Da marzo 2017 le autorità di regolamentazione cinesi hanno varato misure volte a ridurre l'indebitamento del sistema finanziario e a gestire i rischi del settore finanziario. Grazie a queste misure il credito ombra si è ridotto nettamente da marzo 2018, esercitando pressioni sui finanziamenti da parte delle imprese private (privately owned enterprises (POE)) e delle piccole e medie imprese. A fronte del rallentamento dell'economia e del calo dei corsi azionari, sono state adottate nuove misure per contenere i rischi emergenti, a partire da quelli legati ai finanziamenti garantiti da pegni su azioni (equity pledge financing (EPF)), ovvero i prestiti concessi a principali azionisti o dirigenti di società quotate che impegnano le loro azioni come garanzia collaterale. Questo riquadro passa in rassegna gli ultimi sviluppi dell'EPF, nonché le correlazioni con la recente flessione dei mercati, i rischi e le reazioni delle autorità di vigilanza e delle società.

A partire dal 2014 l'EPF è cresciuto molto rapidamente in Cina. Sebbene duramente colpito dal crollo dei mercati nella seconda metà del 2015, l'EPF si è fortemente ripreso, e i prestiti garantiti da pegni su azioni in essere hanno raggiunto CNY 1 600 miliardi nel 4° trimestre 2017 (grafico B, diagramma di sinistra). In particolare, il valore delle nuove quote poste in pegno aveva già cominciato a contrarsi dal 1° trimestre 2017, anche se l'importo in essere continuava a crescere (diagramma centrale).

### Credito garantito da pegni su azioni in Cina

Grafico B



Le linee rosse verticali indicano: forti flessioni dei mercati azionari cinesi il 12 giugno 2015, il 3 luglio 2018 e l'11 ottobre 2018; introduzione a livello di mercato del meccanismo di interruzione automatica delle contrattazioni il 4 gennaio 2016; entrata in vigore delle nuove regolamentazioni dell'EPF il 12 marzo 2018.

<sup>1</sup> Prestiti in essere. <sup>2</sup> Stime di Moody's. <sup>3</sup> Prezzi di contratto. <sup>4</sup> Valore delle azioni sottostanti per i prestiti EPF in scadenza. <sup>5</sup> Prezzi correnti di mercato. <sup>6</sup> Proporzioni delle azioni poste in pegno il cui valore si situa al di sotto della soglia di liquidazione, ovvero il 140% (stima) del valore di contratto del prestito EPF associativi più i costi di provvista. <sup>7</sup> Proporzioni delle azioni poste in pegno il cui valore si situa al di sotto della soglia di allarme del 160% (stima) ma al di sopra della soglia di liquidazione del 140% (stima). Un prestatore EPF dovrebbe compensare ogni carenza al di sotto della soglia di allarme con nuove garanzie.

Fonti: Moody's; Shanghai Stock Exchange; Shenzhen Stock Exchange; WIND; elaborazioni BRI.

Nel 2018 il mercato azionario cinese ha registrato un'inversione di rotta. Dai suoi massimi di gennaio 2018, l'indice CSI 300 ha perso il 31% il 18 ottobre, per poi riprendersi parzialmente (grafico B, diagramma di sinistra). Contrariamente alle turbolenze del mercato azionario del 2015, quando i finanziamenti con margine (prestiti garantiti dai titoli acquistati dai prenditori) avevano assunto un ruolo chiave, l'episodio attuale ha evidenziato i rischi dell'EPF. Lo Shenzhen Stock Exchange, incluso l'indice delle imprese tecnologiche ChiNext, ha registrato forti cali dei corsi azionari; le società quotate in questi mercati erano tendenzialmente più esposte ai rischi legati all'EPF.

Ciò nondimeno, l'EPF rimane un tratto saliente dei mercati azionari cinesi: a fine ottobre 2018, il valore contrattuale delle azioni costituite in pegno era pari a CNY 6 300 miliardi (grafico B, diagramma centrale). Secondo alcune stime, 3 540 società quotate avevano azioni costituite in pegno tramite EPF, con una quota di oltre il 30% per il 22,5% di esse.

L'EPF presenta numerosi rischi. In primo luogo, esso espone la società al rischio di cambiamenti non previsti della struttura azionaria (un nuovo gruppo di azionisti con propensione al rischio e orizzonti temporali potenzialmente diversi) qualora le azioni costituite in garanzia dovessero essere liquidate. In secondo luogo, il creditore si assume i rischi di liquidità. Nel 3° trimestre 2018, oltre il 50% dei creditori era costituito da società di intermediazione mobiliare. In caso di insolvenza, queste società non possono liquidare immediatamente le azioni poste in pegno, in quanto non è permesso agli azionisti con quote del 5% o più elevate di vendere nel mercato secondario più dell'1% delle loro partecipazioni nei 90 giorni successivi. Questa norma e le sospensioni dalle negoziazioni riducono la liquidità delle azioni costituite in garanzia. In terzo luogo, sebbene nel 3° trimestre 2018 solo il 20% dei creditori EPF diretti fosse rappresentato da banche, la maggior parte dei prenditori EPF si affida in ultima istanza a esse. Il fallimento di un EPF potrebbe indebolire i bilanci delle banche. In seguito al calo dei corsi azionari nel 2018, molti di questi rischi sono aumentati significativamente. Nel 4° trimestre 2018, con la maturazione di molti prestiti EPF, l'ammontare delle azioni sottostanti poste in garanzia da liberare era stimato a CNY 517 miliardi, con un possibile impatto significativo sulle valutazioni di mercato.

Da settembre 2017 le autorità cinesi hanno inasprito la regolamentazione sull'EPF, nell'ambito degli sforzi compiuti per ridurre la leva finanziaria e i rischi connessi. In marzo 2018 sono entrate in vigore nuove importanti regole. Queste regole riducono il rapporto tra il valore dell'EPF e della garanzia (EPF-to-value (ETV)) a non oltre il 60% e pongono limiti alla porzione delle azioni di una società che può essere costituita in pegno (e tutto ciò si applica sia a livello complessivo, sia a una singola società di intermediazione mobiliare o a un prodotto di gestione patrimoniale).

L'inasprimento della regolamentazione e la contrazione dei corsi azionari sono stati i principali fattori alla base del netto calo dell'EPF nel 2018. Il valore di mercato delle azioni costituite in garanzia è passato da CNY 5 800 miliardi a fine marzo 2018 a CNY 3 700 miliardi a fine ottobre (grafico B, diagramma di destra). Con il calo dei prezzi, la proporzione di azioni poste in pegno con valore di mercato al di sotto delle soglie di liquidazione e di allarme (definite dai creditori in relazione al valore dei prestiti EPF associati inclusi i costi di provvista) è cresciuta nettamente (grafico B, diagramma di destra, barre rosse e blu). Il valore delle azioni al di sotto della soglia di allarme obbliga i prenditori a compensare la mancanza di garanzia, mentre i creditori possono forzare la liquidazione quando i prezzi scendono al di sotto della soglia. Da giugno sono aumentate le vendite forzate di azioni.

Con i prezzi delle loro azioni sotto pressione, le società quotate sono andate a caccia di soluzioni. Alcune di esse hanno richiesto sospensioni di contrattazione; nel 2018 il numero di questo tipo di sospensioni è cresciuto notevolmente. Quasi il 60% di esse riguardava società che avevano posto in pegno il 30% o più delle loro azioni. Tuttavia, ciò è diventato più difficile con la pubblicazione delle nuove linee guida, il 6 novembre, che hanno limitato le possibilità delle società quotate di richiedere una sospensione dalle negoziazioni in modo arbitrario o di ritardarne la ripresa senza una giustificazione adeguata. Altre società, con ingenti flussi di capitale, hanno proceduto a riacquisti di azioni proprie in modo da alzare le quotazioni e abbassare i rischi dell'EPF. Un terzo approccio si è basato sull'intervento diretto dei fondi governativi. Nell'anno trascorso, gli enti statali hanno investito in modo massiccio in società private quotate, prendendo il controllo di oltre 20 di esse.

Recentemente le autorità cinesi hanno intrapreso nuove iniziative volte a stabilizzare i mercati azionari, sostenere il finanziamento delle POE e contenere i rischi associati all'EPF. Questi interventi comprendono anche misure da parte della banca centrale e degli organismi di vigilanza del settore bancario mirate a promuovere il credito nei confronti delle POE. La People's Bank of China ha risposto promuovendo l'emissione di fondi di sostegno alle imprese private e utilizzando strumenti di politica monetaria per favorire l'erogazione di prestiti bancari nei loro confronti. Inoltre, in ottobre, le autorità di regolamentazione hanno annunciato nuove norme aventi l'obiettivo di fornire prodotti speciali di gestione patrimoniale a investitori istituzionali per investimenti in azioni e obbligazioni emesse da società quotate e dai loro azionisti, al fine di sostenere i partecipanti all'EPF e le POE. Sotto la guida della Securities Association of China, 11 società di intermediazione mobiliare hanno deciso di comune accordo di contribuire con CNY 25,5 miliardi a un piano di gestione patrimoniale volto a sostenere le società quotate con prospettive di crescita ma con difficoltà relative all'EPF. Nell'ambito di questo piano sono già state emesse due "obbligazioni speciali di salvataggio". Le autorità di regolamentazione hanno definito anche uno "strumento di protezione creditizia" pilota per favorire i finanziamenti obbligazionari da parte delle POE. Molti governi locali hanno stanziato fondi per aiutare le POE con difficoltà legate all'EPF. Queste misure sembrano aver contribuito a contenere i rischi legati all'EPF; il rapporto ETV è sceso al di sotto del 30% a fine ottobre.