

## Calo e ripresa dei mercati

Nel periodo in rassegna<sup>1</sup> gli andamenti dei mercati delle principali economie sono stati dominati da prospettive di crescita e di politica monetaria mutevoli. In dicembre i timori degli investitori riguardo al mantenimento di una politica monetaria più restrittiva, malgrado l'indebolimento dell'economia mondiale, ha fatto calare bruscamente i prezzi delle attività rischiose. A partire da gennaio il passaggio a una politica più accomodante e segnali di miglioramento dell'economia negli Stati Uniti hanno spinto nuovamente i prezzi al rialzo.

Alla fine del 2018 i mercati internazionali sono stati scossi dai timori riguardo alla crescita e da una rinnovata attenzione sulle incertezze politiche, che hanno provocato una fuga verso titoli sicuri. I corsi azionari sono scesi e gli spread societari si sono ampliati a livello mondiale. I rendimenti sovrani sono calati e le curve di rendimento si sono lievemente appiattite, con la contrazione dei premi a termine. In questo contesto di generale aggiustamento dei prezzi, le attività degli Stati Uniti sono state colpite in modo particolarmente marcato. Al contrario, la situazione nelle economie emergenti (EME) è rimasta relativamente stabile, nonostante il protrarsi del rallentamento della Cina. Segno dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, i fondi di investimento in obbligazioni societarie ad alto rendimento hanno registrato ingenti deflussi e le emissioni di prestiti e obbligazioni con basso merito di credito si sono contratte.

I mercati finanziari hanno ritrovato una maggiore solidità in gennaio, dopo che le banche centrali hanno riaffermato la loro intenzione di adattare le politiche monetarie ai rischi dell'economia mondiale. La Federal Reserve ha ribadito che le decisioni relative ai tassi di interesse e al bilancio sarebbero dipendenti dai dati economici e ha mantenuto i tassi ufficiali inalterati, in considerazione delle preoccupazioni riguardo all'economia mondiale e delle moderate aspettative di inflazione. La BCE ha sottolineato che nell'area dell'euro la crescita si trova di fronte a rischi crescenti e si è detta pronta a utilizzare tutti gli strumenti di politica monetaria necessari. La People's Bank of China ha iniettato ingente liquidità nel sistema bancario e ha introdotto nuovi strumenti di policy, nell'ambito di interventi attuati su più fronti e volti a stimolare un'economia in fase di rallentamento e a sospingere il credito bancario.

<sup>1</sup> 5 dicembre 2018 - 19 febbraio 2019.

Rinvigoriti dalle manovre di politica monetaria e dal rinnovato ottimismo, in gennaio e febbraio i mercati mondiali si sono risollecati. Non appena gli investitori si sono tranquillizzati di fronte al mantenimento di condizioni accomodanti della politica monetaria statunitense, la pubblicazione di indicatori macroeconomici superiori alle aspettative negli Stati Uniti ha contribuito ad alimentare una ripresa delle attività rischiose. Le azioni e le obbligazioni societarie hanno recuperato le perdite subite, evidenziando, parallelamente, una correlazione relativamente alta tra i paesi. I prezzi del petrolio e dei metalli industriali hanno segnato un rialzo. Nelle EME, un iniziale indebolimento del dollaro ha contribuito a sostenere gli afflussi verso i fondi di titoli a reddito fisso e azionari, e i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi dopo essersi mantenuti stabili a fine anno. Successivamente nel periodo in rassegna, con l'apprezzamento del dollaro, questi afflussi si sono mantenuti ma a un ritmo più moderato.

In Europa gli andamenti si sono a volte discostati dal clima di cauto miglioramento dell'economia mondiale. Nel periodo in esame, le vulnerabilità sovrane si sono inizialmente affievolite per poi, però, intensificarsi successivamente. In un contesto di protratto indebolimento economico, in gennaio gli spread dei titoli di Stato italiani si sono ridotti prima di ampliarsi nuovamente in febbraio, mentre i rendimenti del Bund tedesco hanno continuato a scendere, raggiungendo i minimi su oltre due anni. Sebbene siano aumentate le incertezze riguardo all'esito delle negoziazioni sulla Brexit, nel Regno Unito la sterlina e i rendimenti dei titoli sovrani non hanno registrato significative variazioni e le azioni hanno messo a segno rialzi.

## Fase 1: mercati al ribasso col rafforzarsi dei timori di un rallentamento

All'inizio del periodo in rassegna le aspettative di un ulteriore rallentamento dell'economia mondiale, accompagnate dai timori relativi al persistere dell'inasprimento della politica monetaria nelle economie avanzate (EA), hanno indebolito i mercati e generato volatilità. Questa situazione ha innescato una fase di fuga verso titoli sicuri.

Le azioni hanno registrato una forte contrazione a livello mondiale e i rendimenti dei titoli sovrani delle EA sono calati. Le perdite cumulative dell'S&P 500 hanno raggiunto oltre il 10% in dicembre. Segnando un'inversione di rotta rispetto alle tendenze divergenti che avevano caratterizzato gran parte del 2018<sup>2</sup>, le azioni degli Stati Uniti hanno perso più terreno rispetto a quelle degli altri paesi, mentre le EME, ad eccezione della Cina, hanno registrato performance relativamente positive (grafico 1, primo diagramma). I rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine sono calati a livello mondiale, rispecchiando le preoccupazioni dei mercati relative all'intensificarsi dei rischi per la crescita mondiale e alle implicazioni per la politica monetaria. In Germania e Giappone, in dicembre i rendimenti hanno raggiunto i minimi del 2018. I rendimenti statunitensi hanno chiuso l'anno perdendo più di 20 punti base (secondo diagramma), sebbene le posizioni in titoli del Tesoro del settore ufficiale estero abbiano continuato a ridursi e le emissioni nette siano rimaste a un livello elevato.

<sup>2</sup> Cfr. ["Le divergenze tra i mercati si ampliano"](#), *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2018.

## Con l'aumentare dei rischi per l'economia mondiale, si è intensificata la volatilità dei mercati

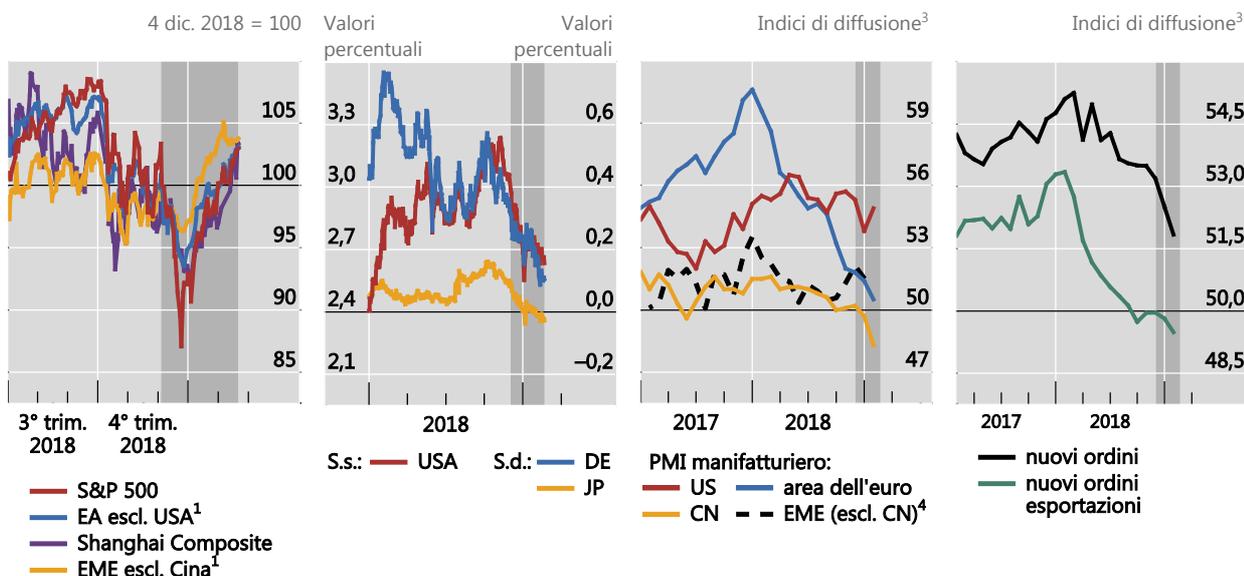
Grafico 1

In dicembre le azioni registrano una correzione prima di ripartire al rialzo

Netto calo dei tassi a lungo termine<sup>2</sup>

In un contesto di rallentamento mondiale, Stati Uniti ed EME resistono

Le esportazioni mondiali verso un'ulteriore contrazione



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019.

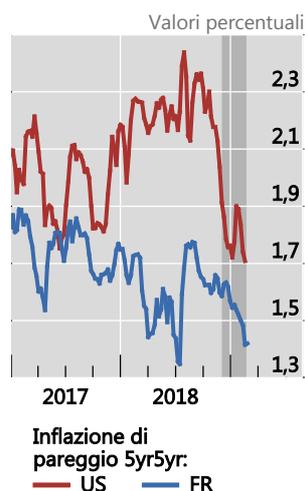
<sup>1</sup> Media semplice degli indici azionari tra i paesi in moneta locale. <sup>2</sup> Sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni. <sup>3</sup> Un valore pari a 50 indica che il numero di aziende che hanno segnalato un'espansione dell'attività è uguale a quello delle aziende che hanno segnalato una contrazione; un valore superiore a 50 indica un'espansione dell'attività economica. <sup>4</sup> Per le EME, media ponderata basata sul PIL e sui tassi di cambio PPA di BR, IN, MX, RU e TR.

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

La crescita è rimasta stabile negli Stati Uniti, ma gli andamenti negativi più marcati registrati in Europa e Cina hanno messo in evidenza rischi di ribasso a livello mondiale. In dicembre gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero statunitense segnalavano il protrarsi dell'espansione. Gli operatori del mercato sono parsi sempre più preoccupati riguardo alla possibilità che l'economia statunitense, malgrado condizioni interne favorevoli, potesse alla lunga subire gli effetti negativi della fragilità di altri paesi. Alla fine dell'anno i PMI del settore manifatturiero mostravano una contrazione in Cina e un rallentamento dell'attività nell'area dell'euro (grafico 1, terzo diagramma). L'introduzione di nuovi dazi doganali tra la Cina e gli Stati Uniti è stata sospesa fino a marzo 2019 ma il persistere del rallentamento dei nuovi ordinativi dall'estero ha suscitato ulteriori preoccupazioni tra gli investitori (quarto diagramma).

Di fronte a prospettive più vulnerabili, le aspettative di inflazione desunte dai mercati sono scese, i premi a termine si sono compressi e le curve dei rendimenti sovrani si sono appiattite. Le aspettative di inflazione erano aumentate in modo costante negli Stati Uniti per la maggior parte del 2018 ma sono calate notevolmente a inizio dicembre e alla fine dell'anno. L'inflazione di pareggio si è anch'essa contratta leggermente nell'area dell'euro, confermando la tendenza a un costante ribasso (grafico 2, primo diagramma). Il premio a termine degli Stati Uniti ha perso circa 40 punti base da fine novembre a dicembre, scendendo ulteriormente per chiudere il 2018 a un minimo mai registrato dal 2016 (secondo diagramma). A fine anno le

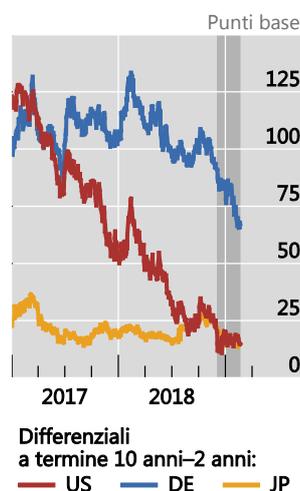
Le aspettative di inflazione hanno registrato un marcato calo



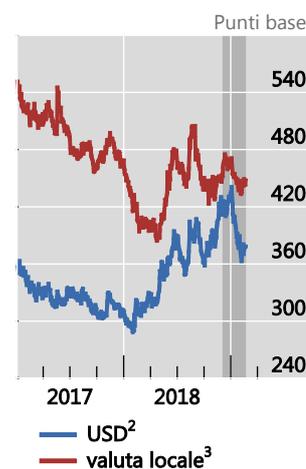
I premi a termine statunitensi sono crollati



Le curve di rendimento si sono appiattite ulteriormente



I rendimenti sovrani delle EME sono stati stabili in dicembre



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019. La linea tratteggiata nel secondo diagramma indica la media semplice per il periodo 2010-14 (espansione del bilancio della Federal Reserve).

<sup>1</sup> Sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni. <sup>2</sup> Indice JPMorgan EMBI Global (titoli sovrani), differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). <sup>3</sup> Per l'indice JPMorgan GBI, spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni.

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; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

curve dei rendimenti sovrani erano leggermente appiattite in termini netti (terzo diagramma). Contrariamente alle EA e a riflesso di una resilienza più ampia, i rendimenti sovrani delle EME sono rimasti in gran parte stabili (quarto diagramma).

Segnali economici contrastanti hanno intensificato le incertezze relative alla sostenibilità degli utili societari e al futuro orientamento della politica monetaria. La maggiore vulnerabilità dell'economia mondiale e la relativa solidità del dollaro USA hanno offuscato le prospettive di incremento degli utili statunitensi e le incertezze sui profitti sono aumentate rapidamente a fine anno per arrivare ai livelli raggiunti prima dell'episodio di tensione sui mercati di febbraio 2018 (grafico 3, diagramma di sinistra). Nonostante l'indebolimento degli indicatori economici nell'area dell'euro e i timori riguardo agli effetti di propagazione negli Stati Uniti, la crescita dei salari è stata rapida e ha superato l'inflazione di fondo, suggerendo un possibile trasferimento delle pressioni salariali su una futura inflazione complessiva (diagramma centrale). Di conseguenza, le misure di mercato dell'incertezza della politica monetaria hanno registrato un'impennata a fine dicembre per raggiungere livelli analoghi a quelli del Taper tantrum nel 2013 (diagramma di destra).

La politica monetaria è sembrata destinata a proseguire sulla traiettoria di inasprimento prestabilita sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, il che ha contribuito al disagio degli investitori. Il 19 dicembre, la Federal Reserve ha aumentato il tasso ufficiale e, sebbene prevedesse un ritmo più lento per l'incremento dei tassi nel 2019, ha anche annunciato che avrebbe portato avanti il ridimensionamento del bilancio, come previsto. Nell'area dell'euro, il programma di acquisti della BCE si è concluso come da programma.

## Di fronte a utili incerti e al rafforzamento del mercato del lavoro, la traiettoria dei tassi USA era incerta

Grafico 3

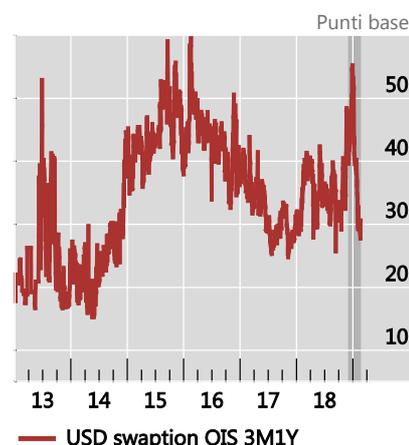
Gli investitori erano preoccupati riguardo agli utili negli Stati Uniti



La crescita dei salari ha superato l'inflazione



L'andamento del tasso USA è diventato incerto



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019.

<sup>1</sup> Media mobile su cinque giorni della deviazione standard delle stime degli utili per azione divise per la stima media dell'indice S&P 500.

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

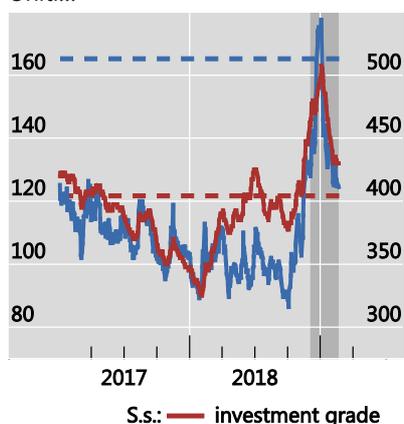
L'intensificarsi delle preoccupazioni riguardo alle prospettive di crescita ha turbato anche i mercati delle obbligazioni societarie a livello mondiale. All'inizio di dicembre, i prezzi delle obbligazioni societarie hanno subito ulteriori pressioni in tutti i mercati. Gli spread creditizi si sono nettamente ampliati negli Stati Uniti. Le società

## Gli spread societari si sono notevolmente ampliati a livello mondiale per poi ridursi rapidamente

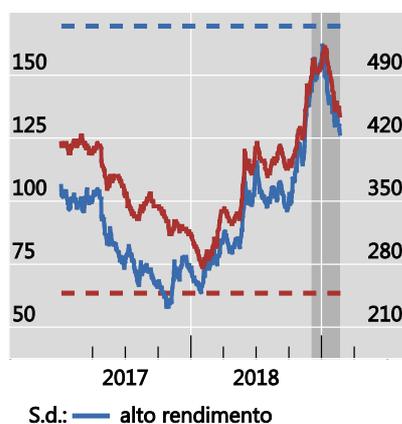
In punti base

Grafico 4

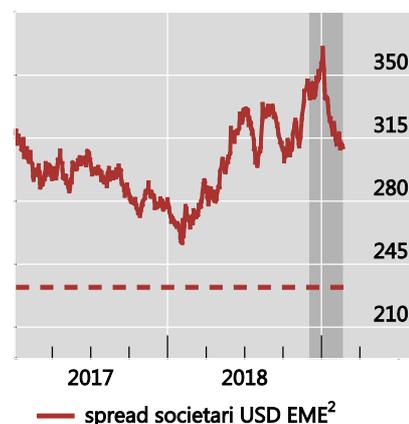
Gli spread societari recedono dal precedente aumento negli Stati Uniti...<sup>1</sup>



...e in Europa<sup>1</sup>



Le società delle EME non hanno fatto eccezione



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019. Le linee tratteggiate rappresentano medie semplici per il periodo 2002-06.

<sup>1</sup> Option-adjusted spread. <sup>2</sup> Indice JPMorgan CEMBI, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread).

Fonti: Bloomberg; indici ICE BofAML; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

del segmento ad alto rendimento (high-yield (HY)) sono state quelle più duramente colpite, con differenziali che hanno raggiunto temporaneamente livelli superiori alla media pre-crisi. Gli spread investment grade (IG) sono anch'essi aumentati, ma in modo minore (grafico 4, diagramma di sinistra). Inoltre, le emissioni di obbligazioni societarie si sono contratte. In Europa e nelle EME, gli spread sono aumentati, ma in modo meno marcato rispetto agli Stati Uniti (diagramma centrale e di destra).

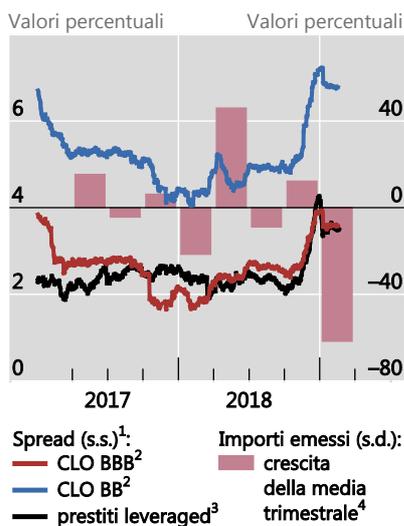
Le tensioni nei mercati dei prestiti leveraged e delle collateralised loan obligations (CLO) hanno anch'esse segnalato un inasprimento delle condizioni finanziarie per le società con rating più basso. Le emissioni di prestiti leveraged hanno registrato una notevole flessione negli Stati Uniti, perdendo più del 50% in gennaio (a causa di ritardi, le cifre di gennaio riflettono il rallentamento di dicembre). I differenziali sui prestiti leveraged e sulle CLO sono aumentati rapidamente dall'inizio del quarto trimestre, e l'incremento di dicembre ha portato lo spread sui prestiti leveraged al doppio del livello degli ultimi due anni. Gli spread delle CLO si sono anch'essi ampliati velocemente in dicembre (grafico 5, diagramma di sinistra).

L'impennata degli spread societari degli Stati Uniti ha riflesso in larga parte il cambiamento delle condizioni dei mercati della raccolta, ma anche la riduzione della liquidità di fine anno sembra aver avuto un ruolo significativo (il Riquadro A analizza l'illiquidità di fine dicembre). Nelle ultime due settimane di dicembre gli spread si sono rivelati particolarmente sensibili agli ingenti deflussi dai fondi obbligazionari ad alto rendimento (grafico 5, diagramma centrale) – in maniera più marcata rispetto a quanto suggerito dalle relazioni storiche. L'aumento dei differenziali di fine dicembre

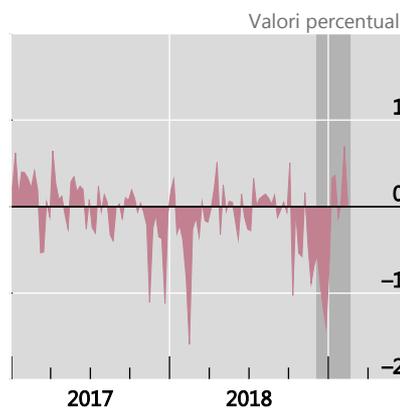
In dicembre le emissioni di prestiti sono crollate e le obbligazioni ad alto rendimento sono state interessate da ingenti deflussi

Grafico 5

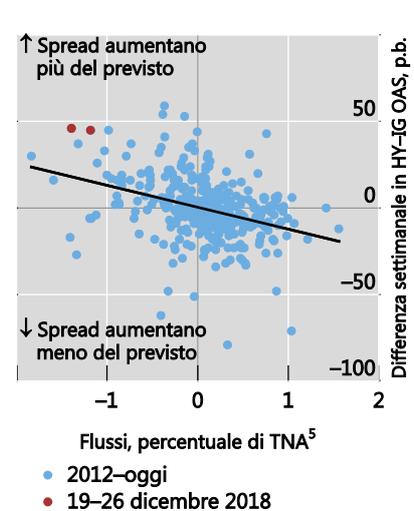
Le emissioni di prestiti si sono contratte e gli spread sono nettamente aumentati



I deflussi di dicembre dalle obbligazioni HY sono stati ingenti<sup>5</sup>



L'aumento degli spread è stato particolarmente marcato



L'area ombreggiata nel diagramma centrale indica il periodo in rassegna, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019.

<sup>1</sup> Spread titoli del Tesoro USA a 10 anni. <sup>2</sup> Rendimento delle tranches di collateralised loan obligation nell'indice Palmer Square CLO Senior in base al rating. <sup>3</sup> Indice US Leveraged Loan 100, media ponderata del rendimento. <sup>4</sup> Media trimestrale degli importi mensili di prestiti leveraged degli Stati Uniti segnalata da Bloomberg. Per il 1° trimestre 2019, importo di gennaio 2019. Dati del 6 febbraio 2019. <sup>5</sup> Flussi settimanali verso fondi che investono in fondi di obbligazioni societarie ad alto rendimento (high-yield (HY)) del Nord America e dell'Europa occidentale, in percentuale del patrimonio netto totale (total net assets (TNA)).

Fonti: Bloomberg; EPFR; indici ICE BofAML; elaborazioni BRI.

2018 è stato infatti maggiore di quello registrato in passato al verificarsi di deflussi di analoga entità (diagramma di destra). Questa reazione del prezzo rispetto ai deflussi ha rafforzato i timori riguardo alla solidità della liquidità nei mercati delle obbligazioni societarie in tempi di intense pressioni in vendita (il Riquadro B analizza una possibile causa alla base delle vendite eccessive).

## Fase 2: il clima migliora in seguito a una politica monetaria più accomodante

Con il persistere di prospettive economiche mondiali instabili, in gennaio la politica monetaria ha cambiato orientamento. Segnali più accomodanti da parte delle banche centrali delle principali economie hanno innescato un rialzo dei mercati a partire da gennaio che ha permesso di recuperare le perdite di dicembre. È iniziata una fase di rinnovato ottimismo.

In gennaio le prospettive di politica monetaria sono cambiate. Il 4 gennaio, il Presidente della Federal Reserve ha dichiarato che sia gli aggiustamenti dei tassi di interesse sia quelli del bilancio sarebbero stati flessibili per adattarsi ai nuovi dati economici. Undici giorni dopo, il Presidente della BCE ha sottolineato l'intensificarsi dei rischi al ribasso per l'economia e ha ribadito che era possibile fare ricorso a tutti gli strumenti di politica monetaria. Il 23 gennaio, la Bank of Japan ha rivisto al ribasso le sue previsioni sull'inflazione e ha riaffermato l'impegno ad acquistare titoli di Stato al fine di mantenere i rendimenti a dieci anni in linea con l'obiettivo. Nelle dichiarazioni alla stampa che hanno seguito la riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 30 gennaio, il presidente della Federal Reserve ha reiterato il messaggio sulla flessibilità del bilancio che aveva espresso il 4 gennaio.

Gli operatori del mercato hanno reagito a questi segnali di politica monetaria riprendendo la loro propensione al rischio. Un confronto tra gli andamenti di mercato del 19 dicembre e del 4 gennaio illustra il cambiamento di clima. Il 19 dicembre gli investitori si erano ritirati da posizioni a rischio in reazione alle dichiarazioni del FOMC sulla politica monetaria. Sebbene la Federal Reserve avesse rivisto al ribasso il numero di incrementi dei tassi previsti per il 2019 da tre a due, aveva operato il rialzo annunciato e aveva indicato che gli aggiustamenti del bilancio sarebbero rimasti in modalità "pilota automatico". Quel giorno, anche se gli investitori iniziavano a scartare la possibilità di un futuro incremento dei tassi, le azioni e le obbligazioni societarie avevano registrato nuove perdite, specie negli Stati Uniti (grafico 6, primo e secondo diagramma). Verso la fine di dicembre, gli investitori hanno ritenuto più probabile che i tassi subissero una diminuzione piuttosto che un incremento. Il 4 gennaio, con l'annuncio di un approccio flessibile alla riduzione del bilancio se necessario, i prezzi delle attività hanno recuperato parte delle perdite subite; le attività che erano state più duramente colpite in dicembre hanno registrato il maggiore rialzo (terzo diagramma)<sup>3</sup>. Sebbene la Federal Reserve abbia articolato più nel dettaglio le

<sup>3</sup> Il presidente della Federal Reserve ha partecipato a una tavola rotonda tra le 10:15 e le 12:15 ora dell'Europa orientale. Alle 08:30, è stato pubblicato un rapporto inaspettatamente positivo sull'occupazione. Anche escludendo i primi trenta minuti di negoziazioni, durante i quali le notizie positive sulla situazione macroeconomica si sono riflesse sui prezzi, le azioni hanno registrato rendimenti positivi.

Le prospettive di un accomodamento della politica monetaria hanno contribuito a rialzare i prezzi delle attività

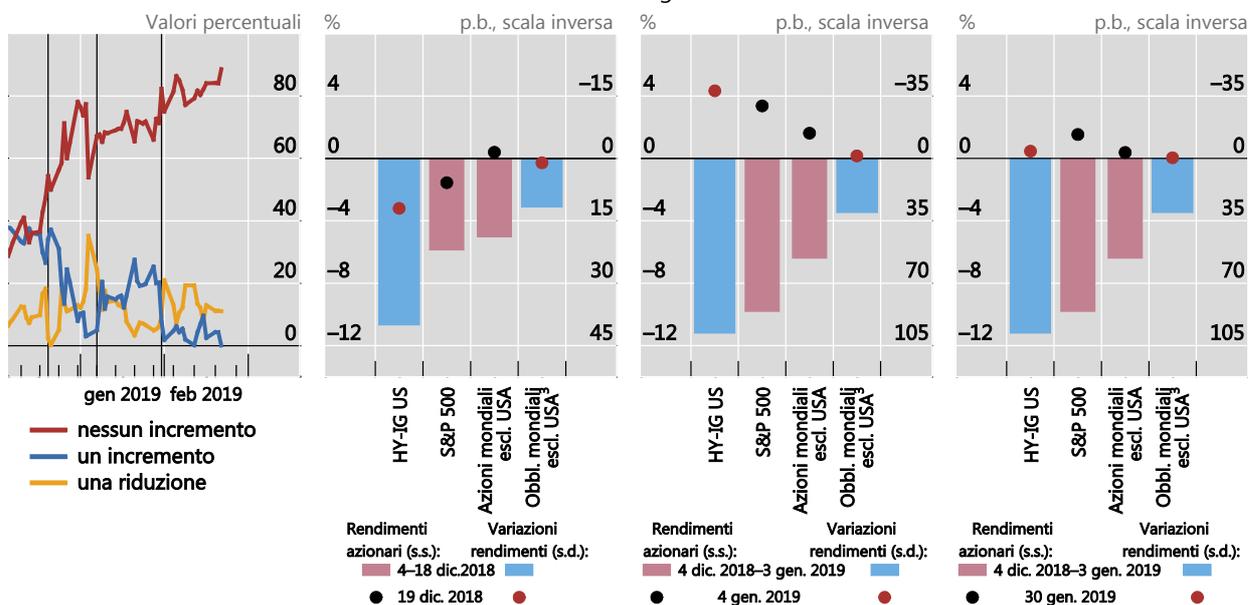
Grafico 6

Sono calate le probabilità di un incremento dei tassi nel 2019<sup>1</sup>

Le attività hanno registrato nuove perdite dopo la riunione di dicembre del FOMC<sup>2</sup>

Le perdite sono state recuperate quando il presidente della FED ha chiarito la strategia di riduzione del bilancio il 4 gennaio<sup>4</sup>

Le notizie di gennaio del FOMC sono già scontate<sup>5</sup>



<sup>1</sup> Probabilità di incremento o di una diminuzione di 25 punti base implicita nel tasso dei futures sui federal fund per il 2019; contratto di dicembre 2019; nel periodo in rassegna (dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019). <sup>2</sup> 19 dicembre 2018. <sup>3</sup> Media semplice delle variazioni degli spread HY-IG per gli indici JPMorgan CEMBI e Europe Merrill Lynch. <sup>4</sup> Il Presidente della Federal Reserve ha affermato che la riduzione del bilancio sarebbe stata flessibile se necessario. <sup>5</sup> 30 gennaio 2019.

Fonti: Bloomberg; Datastream; indici ICE BofAML; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

sue prospettive in materia di bilancio il 30 gennaio, le reazioni a questa riunione del FOMC sono state più contenute (quarto diagramma).

Il peggioramento delle condizioni finanziarie, e il suo potenziale impatto sull'economia reale, ha contribuito all'inversione di rotta dell'orientamento della politica monetaria, come è emerso dalle dichiarazioni alla stampa in seguito alle due riunioni del FOMC. Il 19 dicembre il Presidente della Federal Reserve aveva sottolineato che il deterioramento delle condizioni finanziarie – riflesso degli andamenti generali dei tassi di interesse, degli spread societari, delle valute e dei mercati azionari etc. – non aveva alterato in modo sostanziale le prospettive per l'economia degli Stati Uniti<sup>4</sup>. Il 30 gennaio il Presidente ha evidenziato che il protrarsi di questo deterioramento, accompagnato dall'aumento di rischi di contagio agli Stati Uniti derivanti da una crescita mondiale più fragile, aveva determinato la

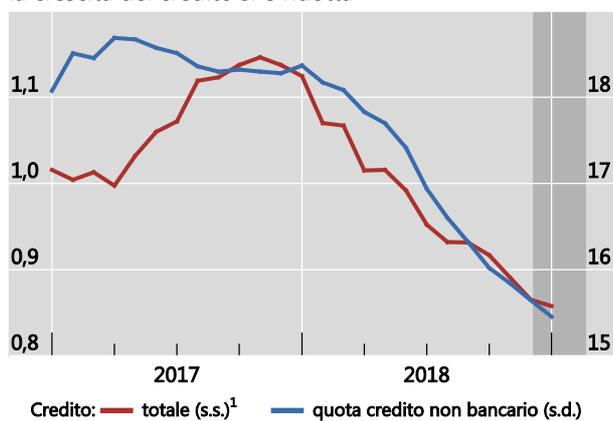
<sup>4</sup> Trascrizione della conferenza stampa del Presidente Powell, 19 dicembre 2018, pagg. 1 e 4. <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20181219.pdf>.

## Reazione delle politiche cinesi di fronte al rallentamento

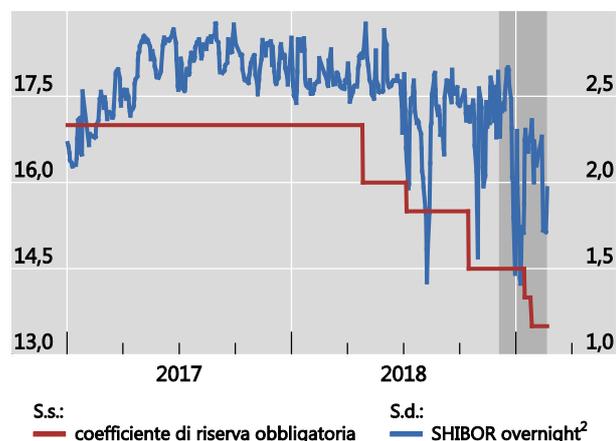
Valori percentuali

Grafico 7

Con il ridimensionamento del settore bancario ombra, la crescita del credito si è ridotta



L'allentamento della politica monetaria si è protratto



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019.

<sup>1</sup> Media mobile di 12 mesi del tasso di crescita mensile. <sup>2</sup> Shanghai interbank offered overnight rate.

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

decisione a favore di una sospensione dell'inasprimento della politica monetaria presa durante la riunione di gennaio del FOMC<sup>5</sup>.

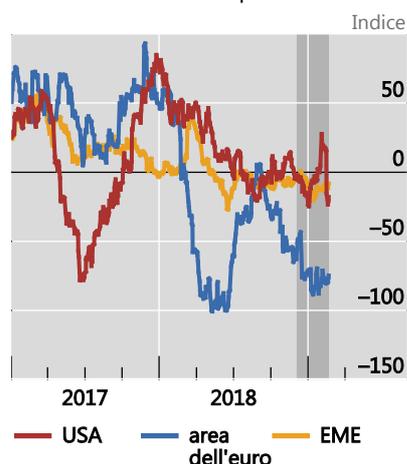
Con l'allentamento dell'orientamento di politica monetaria nelle EA, le autorità cinesi hanno adottato una strategia, condotta su più fronti, per contrastare il persistente rallentamento. Per la maggior parte del 2018, l'indebolimento dei prezzi delle attività cinesi e dei dati macroeconomici avevano riflesso parzialmente gli sforzi compiuti per ridurre la leva finanziaria senza compromettere la crescita. Le autorità hanno adottato misure di espansione della politica monetaria e di bilancio, pur cercando al contempo di dirigere la crescita del credito fuori dal settore bancario ombra (grafico 7, diagramma di sinistra). Questi sforzi sono stati intensificati in gennaio. Lo stimolo monetario si è concentrato sul settore bancario: la People's Bank of China ha ridotto gli obblighi di riserva, fornendo ingenti volumi di liquidità attraverso operazioni di mercato aperto (diagramma centrale), e introducendo una linea di credito a termine volta a spingere il credito alle imprese di più piccole dimensioni. Le autorità di regolamentazione hanno inoltre approvato l'emissione di obbligazioni perpetue da parte delle banche per sostenere il patrimonio Tier 1. Queste obbligazioni possono essere convertite in titoli delle banche centrali che a loro volta possono essere usati dai detentori come garanzie per ottenere finanziamenti. Sul fronte della politica di bilancio, lo stimolo è stato effettuato soprattutto tramite "obbligazioni speciali delle amministrazioni locali" che hanno finanziato progetti infrastrutturali.

<sup>5</sup> Trascrizione della conferenza stampa del Presidente Powell, 19 dicembre 2018, pagg. 11 e 12. <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20190130.pdf>.

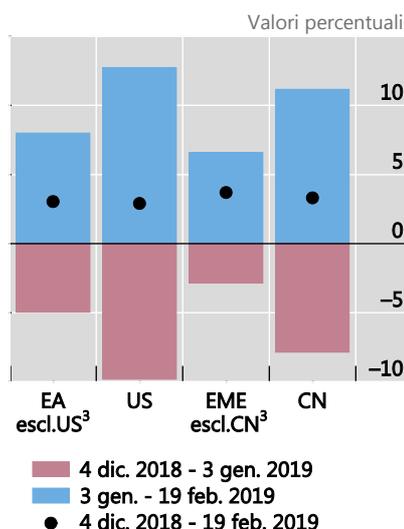
Il rinnovato ottimismo nel 2019 ha sospinto la propensione al rischio per i titoli azionari a livello mondiale

Grafico 8

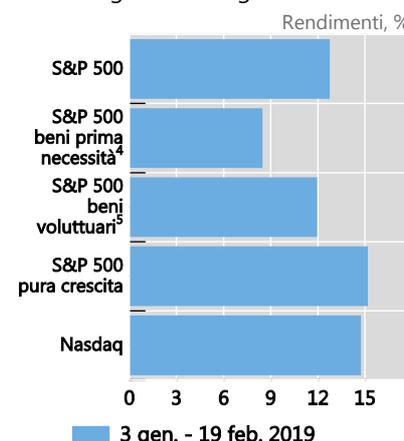
Le sorprese economiche negli Stati Uniti sono state positive<sup>1</sup>



Le azioni hanno recuperato le perdite a livello mondiale<sup>2</sup>



Le azioni orientate alla crescita hanno registrato i migliori risultati



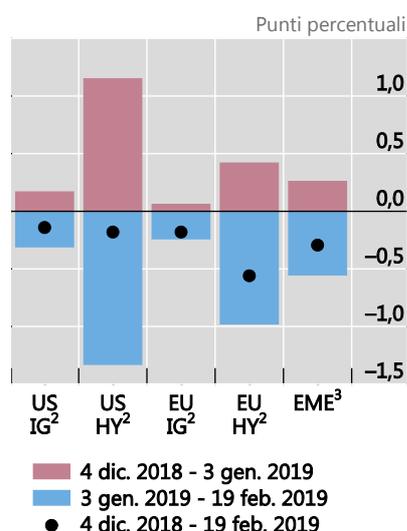
<sup>1</sup> Indice delle sorprese economiche di Citigroup; le aree ombreggiate indicano il periodo in rassegna (dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019). <sup>2</sup> I rendimenti sono calcolati sui prezzi di chiusura per le date indicate nella legenda. <sup>3</sup> Media semplice degli indici azionari tra i paesi in moneta locale. <sup>4</sup> Beni di prima necessità. <sup>5</sup> Beni di consumo voluttuari.

Fonti: Bloomberg; indici ICE BofAML; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

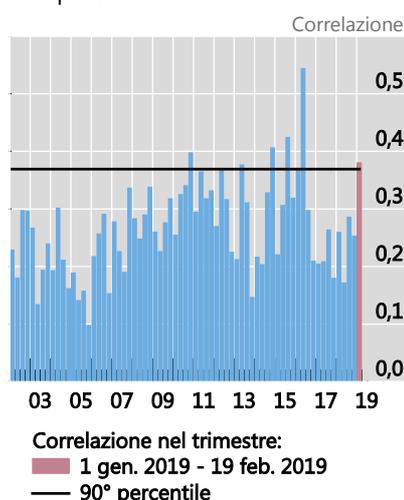
Gli spread societari si sono ristretti e sono calati i rendimenti sovrani

Grafico 9

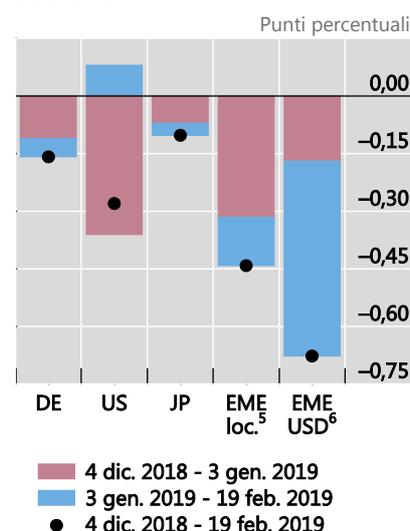
Gli spread societari si sono ridotti rispetto al precedente aumento<sup>1</sup>



Azioni e obbligazioni societarie hanno presentato un comovimento tra i paesi<sup>4</sup>



I rendimenti sovrani sono scesi ulteriormente, eccetto negli Stati Uniti<sup>1</sup>



<sup>1</sup> La variazione dei rendimenti è calcolata sui prezzi di chiusura per le date indicate nella legenda. <sup>2</sup> Option-adjusted spread. <sup>3</sup> Indice JPMorgan CEMBI, differenziale al netto del valore delle garanzie (stripped spread). <sup>4</sup> Media delle correlazioni delle coppie in un trimestre (valore assoluto) tra rendimenti dell'indice S&P 500 e (1) i rendimenti azionari delle EA (rendimento medio di alcuni indici azionari delle EA); (2) rendimenti obbligazionari delle EME (Indice azionario MSCI Emerging Markets); (3) variazioni dei rendimenti delle obbligazioni societarie degli Stati Uniti (media degli indici delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e investment grade degli Stati Uniti); (4) variazione dei rendimenti delle obbligazioni societarie delle EA (media degli indici delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e investment grade dell'Europa); (5) variazione dei rendimenti delle obbligazioni societarie delle EME (media del CEMBI HY e del CEMBI IG). <sup>5</sup> Indice JPMorgan GBI. <sup>6</sup> Indice JPMorgan EMBI Global.

Fonti: Bloomberg; Datastream; indici ICE BofAML; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

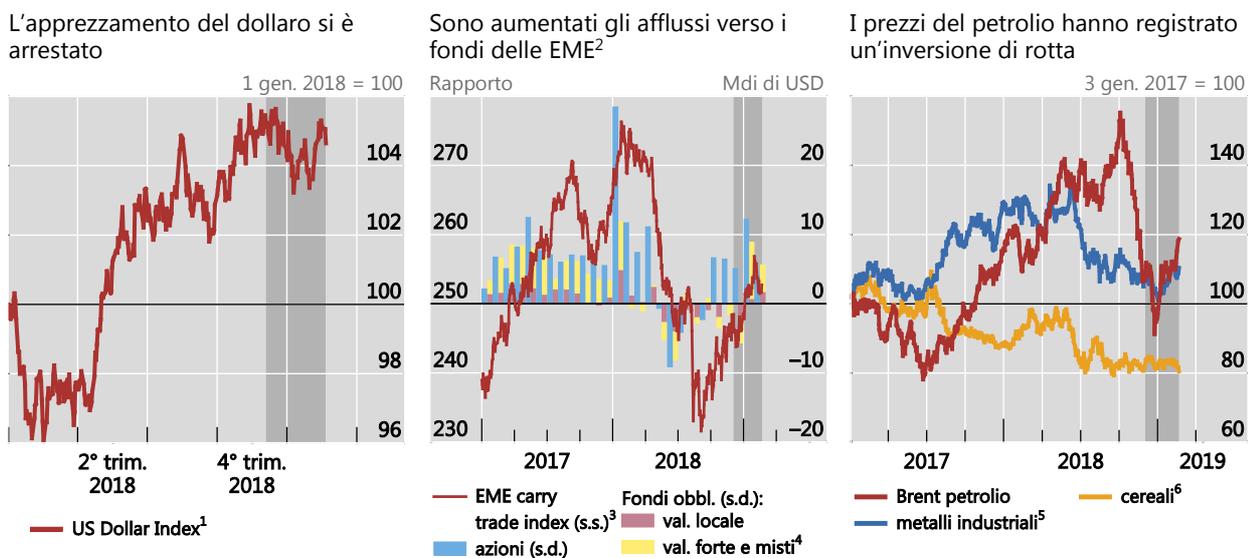
Una politica monetaria sempre più accomodante a livello mondiale e indicatori più positivi del previsto negli Stati Uniti hanno generato un rinnovato ottimismo nei mercati. In gennaio, gli indicatori economici hanno continuato a deteriorarsi in Europa e sono rimasti generalmente stabili nelle EME, ma sono stati superiori alle aspettative negli Stati Uniti nonostante il prolungato blocco delle attività federali (shutdown) (grafico 8, diagramma di sinistra). Le azioni hanno registrato rialzi e hanno recuperato le perdite subite in dicembre, soprattutto quelle orientate alla crescita (grafico 8, diagramma centrale e di destra). Gli spread societari si sono compressi a livello mondiale, chiudendo il periodo in esame a livelli netti più bassi (grafico 9, diagramma di sinistra). Dato che le attività rischiose hanno reagito all'unisono alle evoluzioni della politica monetaria, sono nettamente cresciuti i comovimenti tra le azioni statunitensi e i titoli internazionali, comprendenti azioni e obbligazioni societarie (grafico 9, diagramma centrale).

I prezzi dei titoli sovrani sono aumentati, eccetto negli Stati Uniti. Con il calo delle aspettative di inflazione, i rendimenti sono scesi, in valori netti, in Germania e Giappone, ma sono cresciuti negli Stati Uniti (grafico 9, diagramma di destra). Nelle EME, i titoli sovrani si sono contratti, specie per le obbligazioni denominate in dollari USA, che hanno chiuso il periodo in esame con rendimenti sostanzialmente più bassi.

Le attività delle EME hanno registrato ingenti afflussi e i prezzi delle materie prime sono balzati in seguito all'indebolimento del dollaro USA a inizio gennaio (grafico 10, diagramma di sinistra). Con differenziali dei tassi di interesse favorevoli e valutazioni azionarie relativamente basse in seguito a una correzione avvenuta nei mesi precedenti del 2018, i fondi obbligazionari e azionari delle EME hanno ricevuto afflussi considerevoli. I fondi obbligazionari hanno raccolto ingenti volumi di attività

## Con l'indebolimento del dollaro in gennaio, i flussi verso le attività delle EME sono aumentati e i prezzi delle materie prime hanno registrato una forte espansione

Grafico 10



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019.

<sup>1</sup> L'US Dollar Index (USDIX) misura il valore del dollaro USA nei confronti delle valute principali. Un aumento corrisponde all'apprezzamento del dollaro USA. <sup>2</sup> Somme mensili dei dati settimanali fino al 13 febbraio 2019. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> I fondi valutari misti investono sia in obbligazioni in valuta locale sia in obbligazioni in valuta forte. <sup>5</sup> Bloomberg Industrials Metals Subindex. <sup>6</sup> Bloomberg Grains Subindex.

Fonti: Bloomberg; EPFR; elaborazioni BRI.

per la prima volta dall'inizio del 2018 (diagramma centrale). I prezzi delle materie prime sensibili alla crescita, tra cui il petrolio e i metalli industriali, sono anch'essi aumentati. Il prezzo del greggio, in particolare, che aveva subito una notevole flessione nell'ultimo trimestre dell'anno, ha registrato un'inversione di rotta (diagramma di destra). Successivamente nel periodo in esame, il dollaro USA si è apprezzato, presentando una certa volatilità. Di conseguenza, il carry trade è diventato meno redditizio, e gli afflussi verso le attività delle EME sono rallentati.

## Il rischio sovrano si stabilizza nell'area dell'euro, e aumentano le incertezze sulla Brexit

I mercati dell'area dell'euro hanno registrato un miglioramento generale degli indicatori del rischio sovrano all'inizio del periodo in esame. Gli spread dei titoli di Stato italiani con il Bund tedesco hanno continuato a scendere (grafico 11, diagramma di sinistra). Pur rimanendo superiori ai livelli di inizio 2018, gli spread italiani erano molto più ridotti rispetto a settembre, quando era stata pubblicata la proposta di bilancio. Una domanda forte si è tradotta in aste notevolmente sovrascritte per diversi paesi, tra cui Italia e Spagna. In febbraio, tuttavia, gli spread italiani hanno ripreso ad ampliarsi quando la Commissione europea ha ridotto le sue previsioni del PIL italiano per il 2019.

Malgrado le crescenti incertezze sulla Brexit e la riduzione delle aspettative di crescita da parte delle Bank of England, le attività del Regno Unito hanno registrato risultati positivi. Non vi sono stati forti segnali di una fuga verso titoli sicuri il 10 dicembre, al momento della cancellazione del voto parlamentare previsto sulla bozza di accordo UE-UK. Né la reazione dei mercati è stata marcata a fronte della bocciatura dell'accordo il 15 gennaio. In entrambi questi episodi, sebbene la sterlina sia calata nei confronti del dollaro e i rendimenti dei Gilt a dieci anni siano aumentati, i movimenti non sono stati particolarmente pronunciati e si sono invertiti rapidamente (grafico 11, diagramma centrale). Gli indici azionari del Regno Unito hanno seguito le loro controparti mondiali e hanno ripreso a salire in gennaio e febbraio, chiudendo il periodo in rassegna con rendimenti positivi (diagramma di destra).

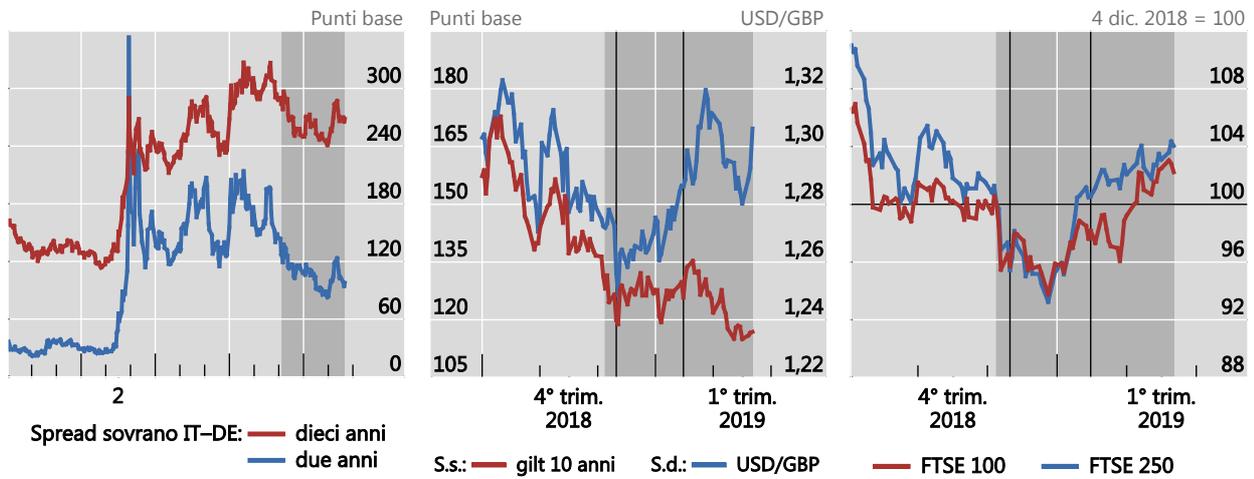
Il rischio sovrano nell'area dell'euro si è attenuato e i mercati del Regno Unito sono rimasti stabili

Grafico 11

Gli spread italiani hanno parzialmente recuperato il precedente calo

I mercati del Regno Unito sono rimasti cauti alla luce dell'intensificarsi delle incertezze riguardo alla Brexit

Le azioni del Regno Unito si sono riprese nel nuovo anno



Le aree ombreggiate indicano il periodo in esame, dal 5 dicembre 2018 al 19 febbraio 2019. Le linee verticali nel diagramma centrale e in quello di destra indicano il 10 dicembre 2018 (cancellazione del voto parlamentare sulla bozza di accordo sulla Brexit che era stato programmato) e il 15 gennaio 2019 (la bozza di accordo sulla Brexit è rifiutata dal parlamento).

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

## I mercati finanziari rimangono vulnerabili alle tensioni di fine anno

Sirio Aramonte e Egemen Eren

Nette variazioni di prezzo sono comuni a molti mercati a fine anno, a riflesso di una liquidità relativamente bassa causata, in parte, da segnalazioni regolamentari puntuali nel tempo e poco frequenti. Gli eventi di fine 2018 hanno evidenziato due andamenti. In primo luogo, gli operatori del mercato e le banche centrali hanno operato aggiustamenti per far fronte alle ricorrenti anomalie di prezzo: i primi hanno anticipato l'aggiustamento, le ultime hanno cercato di attenuarne gli effetti. In secondo luogo, l'illiquidità di fine anno rende i mercati della raccolta e delle garanzie vulnerabili a eventi imprevisi. Gli andamenti illustrano inoltre i canali tramite i quali queste distorsioni di prezzo possono propagarsi tra i mercati finanziari<sup>①</sup>.

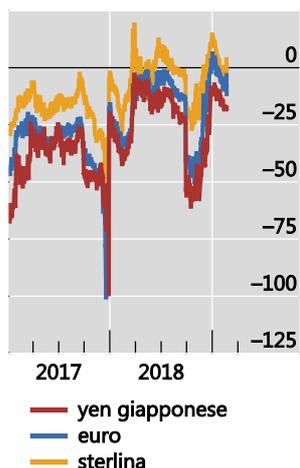
I mercati degli swap su valute sono stati relativamente stabili a fine dicembre, sebbene la volatilità fosse aumentata nei mesi precedenti. Nel passato, nel periodo di fine anno questi mercati avevano registrato forti impennate dei costi del dollaro USA nei confronti dell'euro e dello yen giapponese (grafico A, primo diagramma). Ciò è avvenuto in diversi momenti negli ultimi anni, in quanto gli operatori facevano in modo di assumere posizioni prima delle date sovraffollate. Questa volta, la cross-currency basis implicita degli swap su valute a tre mesi si è ridotta nettamente a fine settembre, a causa di una combinazione di due fattori: domanda degli investitori di posizioni di prefinanziamento in dollari USA e quotazioni di prezzo elevate da parte degli intermediari al fine di assorbire le scorte a fine anno. Sebbene il calo non sia stato pronunciato come nel passato, la cross-currency basis è rimasta più ampia per un periodo più lungo, il che indica la presenza di effetti meno marcati ma più duraturi delle pressioni di fine anno<sup>②</sup>.

### Le tensioni di fine anno continuano a causare distorsioni dei prezzi

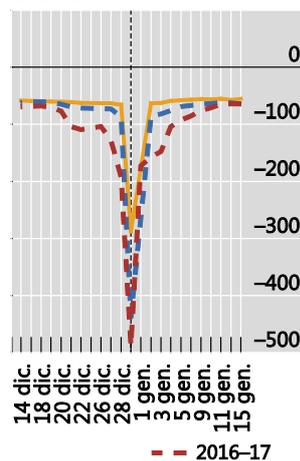
In punti base

Grafico A

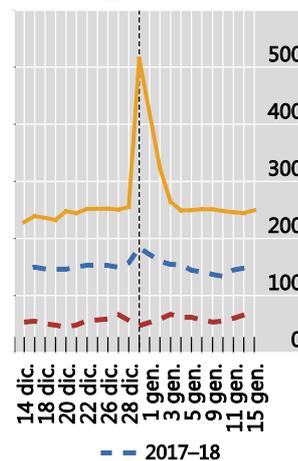
La cross-currency basis implicita degli swap su valute a tre mesi si è ridotta in settembre



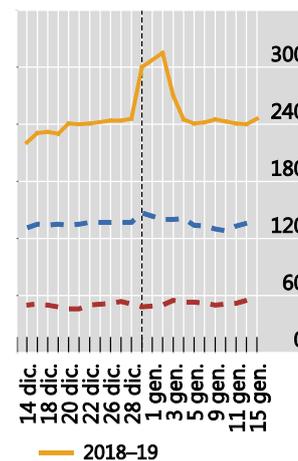
I mercati overnight dei pronti conto termine sono più calmi nell'area dell'euro<sup>1</sup>



I mercati overnight dei pronti conto termine dei titoli del Tesoro GC sono destabilizzati<sup>2</sup>



SOFR<sup>3</sup> è aumentato a fine anno.



<sup>1</sup> Il tasso overnight PcT è calcolato usando i PcT con i titoli di Stato tedeschi come garanzia, comprendente un 90% di operazioni con Special collateral e un 10% con General collateral. <sup>2</sup> Il grafico mostra la media ponderata del tasso PcT del DTCC Treasury GCF. <sup>3</sup> Tasso di finanziamento overnight garantito.

Fonti: Bloomberg; RepoFunds Rate, [www.repofundsrate.com](http://www.repofundsrate.com); elaborazioni BRI.

Anche i mercati dei pronti conto termine europei hanno dimostrato una migliore capacità di tenuta a fine 2018 rispetto ad anni precedenti. Per esempio, i tassi PcT per la garanzia tedesca, fortemente richiesta, si sono contratti meno di quanto avessero fatto in episodi precedenti (grafico A, secondo diagramma). Anticipando le tensioni di fine anno dei mercati, gli investitori hanno agito per tempo per bloccare i finanziamenti e ottenere le garanzie. Inoltre, un accesso più ampio e più facile ai programmi di prestito titoli della BCE e delle banche centrali nazionali ha sicuramente contribuito a mitigare le distorsioni di prezzo di fine anno.

Nonostante gli aggiustamenti anticipati, i mercati finanziari sono rimasti vulnerabili all’impatto di eventi inaspettati. L’ultimo giorno di dicembre, un periodo in cui gli intermediari non desiderano espandere il loro bilancio a causa delle segnalazioni regolamentari, sono stati emessi ingenti volumi di titoli del Tesoro statunitensi. Di conseguenza, il tasso PcT del Treasury general collateral (GC) è balzato di 260 punti base (grafico A, terzo diagramma).

Le tensioni di fine anno in un paese possono propagarsi ad altri mercati se influenzano i tassi usati per calcolare i benchmark. Un chiaro esempio è stato l’aumento del tasso di finanziamento overnight garantito (secured overnight financing rate, SOFR), un tasso di riferimento alternativo al LIBOR basato in parte sui tassi PcT dei titoli del Tesoro GC (grafico A, quarto diagramma)<sup>③</sup>.

① Più in generale, questi andamenti riflettono il fatto che nel periodo successivo alla crisi le istituzioni finanziarie hanno capito che l’uso del bilancio comporta dei rischi. Questo cambiamento verso un miglioramento della gestione del rischio è stato fortemente indotto dalle regolamentazioni. Per maggiori dettagli, cfr. *Relazione Economica Annuale BRI 2018, Capitolo III* ②. Per un approfondimento dei fattori che incidono sulla cross-currency basis, cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, *“Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis”, Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016 (testo integrale disponibile solo in inglese) ③. Cfr. anche A. Schrimpf e V. Sushko, *“Oltre il LIBOR: introduzione ai nuovi tassi di riferimento”, Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2019.

## Mandati di investimento e vendite forzate: il caso dei fondi comuni e delle obbligazioni BBB

Sirio Aramonte e Egemen Eren

La quota di emittenti di obbligazioni societarie con il rating investment-grade più basso -- BBB ed equivalenti -- è cresciuta negli Stati Uniti e in Europa dal 2000 (grafico, primo diagramma). Negli Stati Uniti, l'aumento si è verificato principalmente prima della Grande Crisi Finanziaria (GCF), mentre in Europa è continuato anche dopo. Nel 2018, la quota di emittenti di obbligazioni societarie BBB si è attestata a circa un terzo del totale negli Stati Uniti e a quasi la metà in Europa.

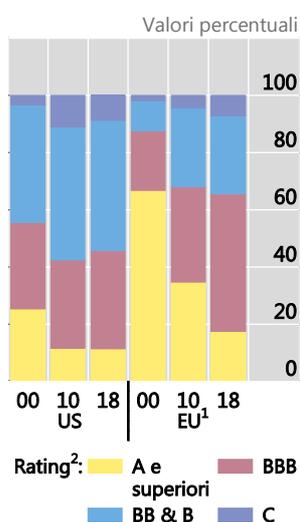
I mandati di investimento basati sui rating prevedono che i gestori di portafoglio debbano detenere attività che presentano una qualità creditizia al di sopra di un livello minimo. Tali mandati si applicano spesso ai fondi comuni di obbligazioni societarie, e permettono agli investitori di scegliere facilmente l'esposizione al rischio desiderata, spesso nel segmento investment-grade.

Dalla GCF, i fondi comuni di obbligazioni societarie investment grade hanno allargato costantemente la quota di obbligazioni BBB nei loro portafogli. Nel 2018, questa quota aveva raggiunto circa il 45% sia negli Stati Uniti sia in Europa, da circa il 20% del 2010 (grafico B, secondo diagramma). Con il protrarsi di tassi di interesse particolarmente bassi dopo la GCF, i gestori di portafoglio sono stati attirati dai forti rendimenti offerti dalle obbligazioni BBB, sostanzialmente superiori a quelli delle obbligazioni con una migliore valutazione (terzo diagramma).

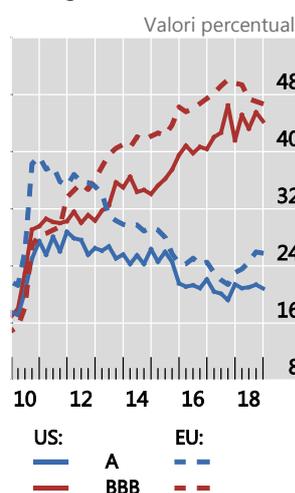
### I fondi comuni e il rischio di vendite forzate di obbligazioni BBB

Grafico B

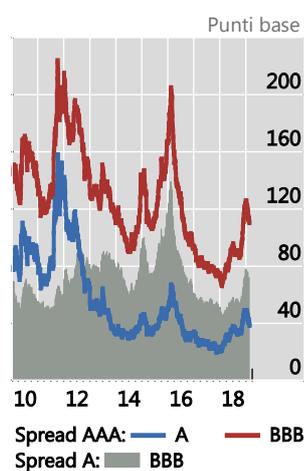
La quota di emittenti BBB è aumentata



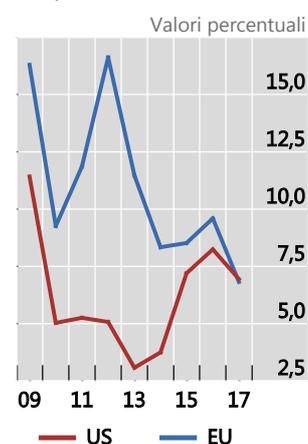
I fondi comuni concentrati sull'IG detenevano più obbligazioni BBB<sup>3</sup>



Differenziale di rendimento tra le obbligazioni BBB e A<sup>4</sup>



Frequenza del declassamento da BBB a "spazzatura"<sup>5</sup>



<sup>1</sup> AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL e PT. <sup>2</sup> A = Aaa-A3; BBB = Baa1-Baa3; BB and B = Ba1-B3; C = Caa1-C. <sup>3</sup> IG indica obbligazioni investment-grade. Percentuale media dei portafogli di fondi comuni di obbligazioni societarie con investimenti in obbligazioni con la valutazione indicata. <sup>4</sup> Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread). <sup>5</sup> Frequenza del declassamento da BBB a "spazzatura" o senza valutazione.

Fonti: Indici ICE BofAML; Lipper; Moody's Analytics CreditEdge; S&P Global; elaborazioni BRI.

Sebbene attraggano gli investitori alla ricerca di esposizioni al rischio specifiche, i mandati di investimento basati sul rating possono portare a vendite forzate. Se, dopo una fase di indebolimento economico, un numero sufficiente di emittenti fosse improvvisamente declassato da BBB a "spazzatura", i fondi comuni e, più generalmente, altri operatori di mercato con mandati investment-grade potrebbero essere obbligati a liberarsi rapidamente di ingenti volumi di obbligazioni.

Le probabilità di questo tipo di vendite forzate dipendono dalla possibilità che un numero sufficiente di società sia declassato da BBB a "spazzatura" in breve tempo. Nel 2009, quando i tassi di insolvenza avevano raggiunto livelli record, la frequenza di questi declassamenti era dell'11,4% negli Stati Uniti e del 16,3% in Europa (grafico B, quarto diagramma). Nel 2017 queste percentuali erano scese a circa il 7% in entrambe le regioni. In base a proiezioni plausibili, un ritorno ai tassi di declassamento del 2009 potrebbe rendere necessaria una ricomposizione del portafoglio superiore al turnover giornaliero nei mercati delle obbligazioni societarie<sup>①</sup>.

<sup>①</sup> Secondo la Securities Industry and Financial Markets Association, circa \$9 100 miliardi di obbligazioni societarie degli Stati Uniti erano in essere nel 3° trimestre 2018, con un volume giornaliero delle contrattazioni di circa \$25 miliardi (turnover dello 0,27%). Con una frequenza di declassamento BBB-"spazzatura" dell'11,4%, supponendo che il 10% dei declassamenti si verifici nello stesso periodo e che ci si liberi rapidamente di un terzo delle obbligazioni rapidamente, circa lo 0,38% delle obbligazioni BBB in essere sarebbe venduto (rispetto allo 0,27% di turnover giornaliero).