

I mercati precipitano l'inasprimento¹

In maggio gli annunci che la Federal Reserve prospettava un graduale rientro dall'allentamento quantitativo sono rimbalzati nei mercati finanziari internazionali, innescando un'impennata dei rendimenti obbligazionari di riferimento che si è propagata ad altre attività e regioni in quella che gli osservatori hanno definito un'ondata di vendite. Durante questo episodio i mercati azionari nelle economie sia avanzate sia emergenti hanno registrato perdite improvvise e consistenti. Inoltre, il disimpegno degli investitori dai mercati emergenti ha provocato il forte deprezzamento di diverse valute locali. L'ondata di vendite si è placata agli inizi di luglio, quando la Federal Reserve, la BCE e la Bank of England hanno rassicurato i mercati dichiarando che la politica monetaria sarebbe rimasta accomodante fintantoché la ripresa interna non si fosse consolidata. Ma poiché i tassi di interesse a lungo termine hanno continuato a salire, i mercati hanno di fatto precipitato l'inasprimento delle condizioni finanziarie in tutto il mondo.

Gli annunci sono intervenuti dopo un prolungato periodo di eccezionale accomodamento monetario nelle economie avanzate, dove proprio in quel momento le prospettive economiche stavano volgendo al meglio. Hanno colto i mercati di sorpresa, ricordando loro che i premi a termine non potevano rimanere negativi all'infinito. Sebbene gli annunci abbiano temporaneamente accentuato la volatilità di mercato, le quotazioni azionarie hanno finito per recuperare le perdite riportate durante l'ondata di vendite. Inoltre, pur essendo aumentati, i rendimenti obbligazionari sono rimasti contenuti nel confronto storico, continuando a far apparire relativamente appetibili le classi di attività a più alto rendimento. Gli spread creditizi hanno così seguito a restringersi e le emissioni di obbligazioni e prestiti nel segmento più rischioso sono risultate assai vigorose, in un clima analogo all'esuberanza che aveva preceduto la crisi finanziaria mondiale.

L'inasprimento delle condizioni finanziarie indotto dai mercati ha provocato forti scossoni nelle economie emergenti, che già attraversavano una fase problematica. Le prospettive di queste economie si stavano deteriorando per il riassorbimento degli squilibri ereditati da un periodo di rapida crescita del credito e del PIL. L'inasprimento importato ha quindi accentuato le pressioni sui mercati locali, mettendo in evidenza la vulnerabilità dei paesi che dipendono da capitali esteri volubili. A fronte degli ulteriori forti venti contrari provenienti dall'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, in varie economie emergenti le

¹ Questo articolo è stato redatto dal Dipartimento monetario ed economico della BRI. Eventuali domande sul testo possono essere rivolte a Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) e Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org). Per maggiori informazioni su statistiche e grafici, si prega di contattare Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) e Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

pressioni al ribasso sulle valute e sui corsi azionari sono perdurate anche una volta esauritasi l'ondata di vendite nelle economie avanzate.

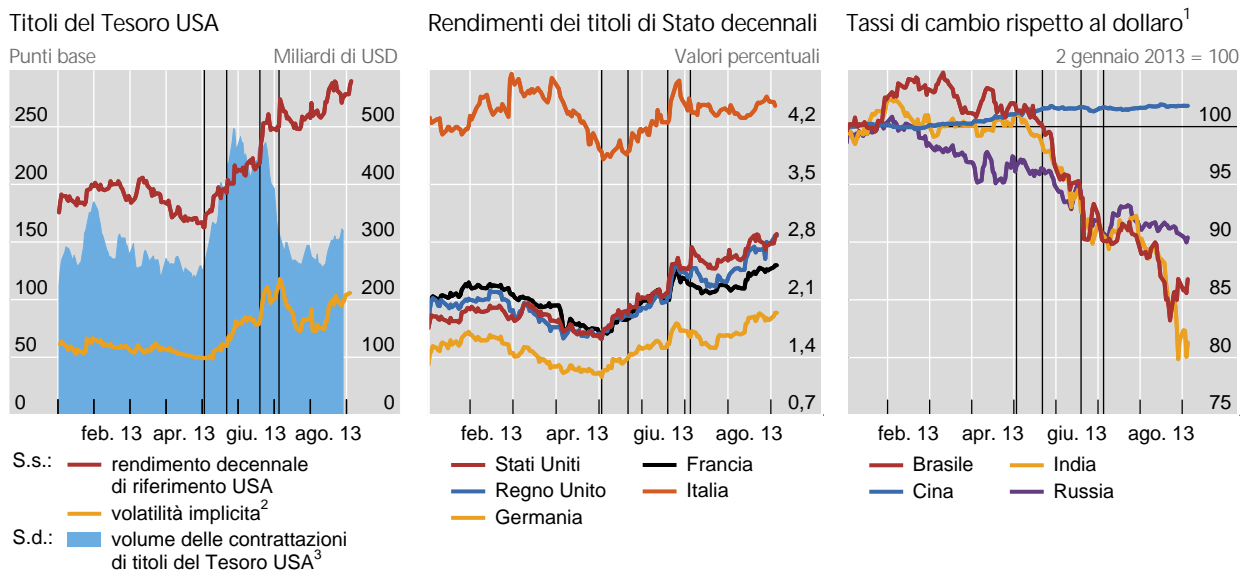
Le aspettative sulla politica monetaria provocano uno scivolone dei mercati mondiali

Gli operatori del mercato hanno iniziato a scontare la fine dell'allentamento quantitativo il 3 maggio, quando i dati positivi sull'occupazione hanno confermato le prospettive favorevoli dell'economia statunitense. La notizia ha scatenato un'ondata di vendite nei mercati obbligazionari, che ha portato i rendimenti dei titoli del Tesoro USA su una traiettoria ascendente e di fatto anticipato l'inasprimento monetario (grafico 1, diagramma di sinistra). Sebbene l'incremento dei tassi ufficiali rimanesse una prospettiva piuttosto remota, la volatilità è aumentata e l'attività di negoziazione nel mercato dei titoli del Tesoro USA ha raggiunto volumi inediti a causa dei pareri discordanti sui tempi e i modi del progressivo abbandono di vari strumenti di politica monetaria².

Gli effetti dell'ondata di vendite nel mercato obbligazionario statunitense si sono avvertiti nel mondo intero, interessando un'ampia gamma di classi di attività nelle economie sia avanzate sia emergenti. Ad esempio, i rendimenti sulle

Titoli di Stato e tassi di cambio

Grafico 1



Le linee verticali nere indicano il 3 maggio, il 22 maggio, il 19 giugno e il 5 luglio 2013.

¹ Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale. ² Indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE), che misura la volatilità dei rendimenti dei titoli del Tesoro nell'arco di un orizzonte di un mese e si basa sulla media ponderata dei contratti di opzione sui titoli del Tesoro a due, cinque, 10 e 30 anni. ³ Volume giornaliero delle contrattazioni di obbligazioni, note e buoni del Tesoro USA, segnalato da ICAP; media mobile centrata di 10 giorni.

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

² In giugno i residenti esteri hanno ridotto le loro disponibilità di titoli statunitensi a lungo termine di \$77,8 miliardi, cedendo su base netta \$40,8 miliardi di titoli del Tesoro USA.

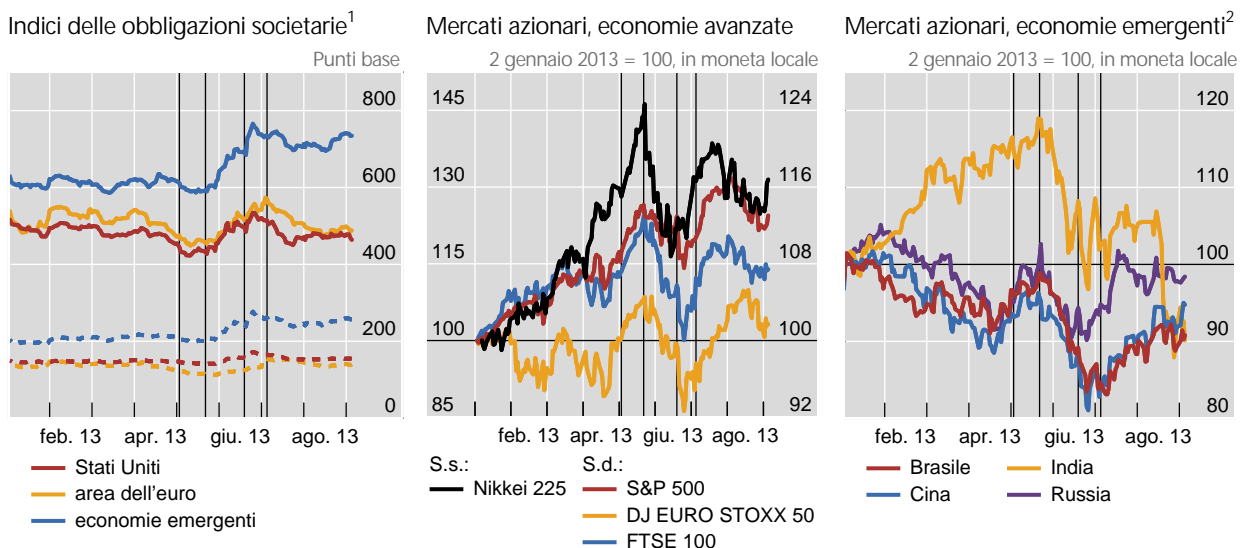
obbligazioni sovrane a lungo termine in Europa hanno iniziato anch'essi a salire il 3 maggio (grafico 1, diagramma centrale), così come i corrispondenti rendimenti giapponesi. Poco dopo è stato il turno dei titoli assistiti da mutui ipotecari (mortgage-backed securities): le peggiorate prospettive di rifinanziamento hanno allungato la durata finanziaria di questi strumenti, accrescendone la sensibilità ai tassi di interesse. Nel contempo, l'aumento dei rendimenti nelle economie avanzate ha messo in moto un mercato deprezzamento di importanti valute dei mercati emergenti rispetto al dollaro USA (grafico 1, diagramma di destra).

L'ondata di vendite ha raggiunto i mercati delle obbligazioni ad alto rendimento e dei titoli azionari con un ritardo di tre settimane, dopo il 22 maggio, quando il Presidente della Federal Reserve ha dichiarato che il Federal Open Market Committee avrebbe potuto considerare una riduzione del ritmo degli acquisti di attività finanziarie per mantenere un orientamento appropriato di politica monetaria al mutare delle prospettive per il mercato del lavoro e per l'inflazione. A seguito di questa dichiarazione gli indici delle obbligazioni a elevato rendimento hanno iniziato a scendere in maniera marcata nelle economie avanzate su entrambe le sponde dell'Atlantico, così come nelle economie emergenti (grafico 2, diagramma di sinistra). Al contempo, la ripresa in atto da sei mesi nei mercati azionari delle economie avanzate si è arrestata nel contesto di elevata volatilità, allorché gli operatori, da anni alle prese con rendimenti mediocri, hanno rivalutato il panorama finanziario in rapida evoluzione (grafico 2, diagramma centrale). Nei mercati emergenti gli indici azionari, la cui performance era già poco brillante, sono crollati (grafico 2, diagramma di destra).

I mercati mondiali si sono successivamente mossi in modo pressoché sincrono fino al 19 giugno, quando il Presidente della Federal Reserve ha sottolineato che il rallentamento prospettato degli acquisti di attività finanziarie sarebbe stato in linea

Obbligazioni societarie e titoli azionari

Grafico 2



Le linee verticali nere indicano il 3 maggio, il 22 maggio, il 19 giugno e il 5 luglio 2013.

¹ Option-adjusted spread delle obbligazioni ad alto rendimento (linea continua) e di quelle investment grade (linea tratteggiata). ² Indici MSCI.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream.

con un calo del tasso di disoccupazione al 7% entro metà 2014. Per tutta risposta, la volatilità dei mercati e i rendimenti obbligazionari sono immediatamente aumentati, mentre i corsi azionari hanno subito una brusca flessione. Nell'arco di una settimana, tuttavia, il clima di pessimismo nei mercati azionari è venuto meno, e i principali indici hanno preso a salire. Analogamente, in breve tempo si sono sensibilmente allentate le pressioni al rialzo sugli spread delle obbligazioni societarie negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, nonché quelle sui rendimenti del debito sovrano dell'area dell'euro. Per contro, l'ondata di vendite nel mercato dei titoli del Tesoro USA e delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro è proseguita fino agli inizi di luglio, quando le principali banche centrali hanno unito le forze per rassicurare i mercati che la politica monetaria avrebbe continuato a sostenere il processo di ripresa.

Per attenuare l'inasprimento delle condizioni di finanziamento indotto dai mercati, le banche centrali su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno fornito indicazioni prospettiche ("forward guidance") sull'evoluzione futura della politica monetaria. La Federal Reserve sottolineava già da tempo che la politica di tassi di interesse contenuti sarebbe proseguita fintantoché le condizioni macroeconomiche lo avessero richiesto. Il 4 luglio anche la Bank of England e la BCE hanno imboccato una strada analoga dichiarando esplicitamente che l'aumento dei rendimenti obbligazionari non era in linea con le intenzioni della politica monetaria né con i fondamentali. In netta contrapposizione con la passata prassi di comunicazione, la BCE ha assicurato che i tassi di riferimento sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un protratto periodo di tempo, subordinatamente alla sua valutazione delle condizioni economiche. Un mese più tardi le indicazioni prospettiche della Bank of England sono state confermate dal suo nuovo Governatore, il quale ha specificato che, salvo andamenti sfavorevoli imprevisi³, il tasso di interesse ufficiale non sarebbe aumentato dallo 0,5% fintantoché la disoccupazione non fosse scesa al 7%. Secondo le previsioni della banca centrale stessa, quindi, fino al 2016.

Quando la politica di forward guidance delle banche centrali ha infine messo un termine ai due mesi di forti oscillazioni nei mercati mondiali, i rendimenti obbligazionari, le quotazioni azionarie e i tassi di cambio erano profondamente mutati (grafici 1 e 2). Tra il 3 maggio e il 5 luglio il rendimento sui titoli del Tesoro USA a dieci anni è aumentato di 100 punti base, al 2,74%, un incremento simile a quello degli ultimi due mesi del 2010, allorché si anticipava un inasprimento monetario, ma inferiore alle impennate dei tassi durante gli episodi di effettivo inasprimento del 1994 e del 2004. Gli aumenti di maggio e giugno dei rendimenti sovrani decennali di Giappone, Germania e Regno Unito sono stati pari rispettivamente a 30, 50 e 75 punti base circa. Infine, sebbene siano stati investiti dall'ondata di vendite solo per una parte del periodo, gli indici delle obbligazioni a elevato rendimento hanno registrato un ampliamento degli spread di 60-90 punti base nelle economie avanzate. Per contro, i mercati azionari maturi hanno assunto un andamento altalenante senza una direzione precisa: mentre gli indici EURO STOXX 50 e FTSE 100 hanno evidenziato perdite del 6 e 2%, il Nikkei e l'S&P 500 hanno guadagnato il 4,5 e l'1% rispettivamente.

³ La Bank of England ha precisato che avrebbe adeguato l'orientamento di politica monetaria qualora tale orientamento fosse divenuto una grave minaccia per la stabilità finanziaria, l'inflazione prevista dalla stessa Bank of England su un orizzonte compreso tra 18 e 24 mesi avesse raggiunto o superato il 2,5% annuo o se le aspettative di inflazione a medio termine del pubblico non fossero più ancorate in maniera sufficientemente salda.

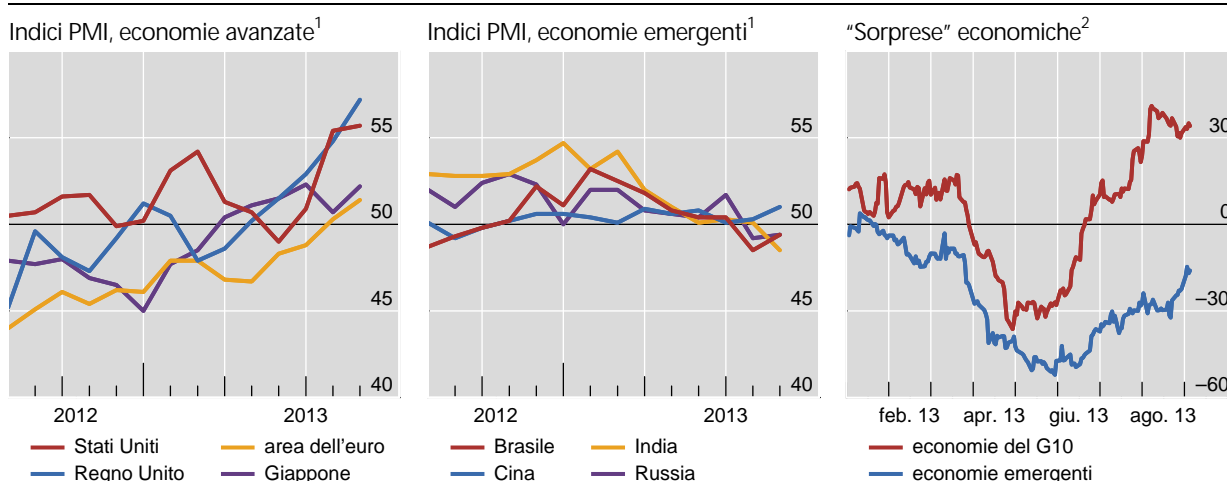
Le concomitanti perdite nelle economie emergenti sono state di gran lunga più pesanti. Tra il 3 maggio e il 5 luglio, ad esempio, il rendimento dell'indice composito delle obbligazioni a elevato rendimento dei mercati emergenti è aumentato di 130 punti base e gli indici azionari dei BRIC hanno perso il 3-13% del loro valore in moneta locale. Nello stesso periodo le valute di Brasile, India e Russia si sono deprezzate del 10% circa rispetto al dollaro USA. In via analoga, in questi due ultimi paesi i rendimenti degli indici delle obbligazioni denominate in dollari USA sono saliti di oltre 100 punti base, sopravanzando l'incremento dei rendimenti obbligazionari in valuta locale.

L'ondata di vendite nel mercato obbligazionario in una prospettiva più ampia

Gli annunci circa l'evoluzione futura della politica monetaria statunitense sono intervenuti allorché le prospettive di crescita nelle economie avanzate stavano migliorando, in netto contrasto con il rallentamento nelle economie emergenti. La ripresa negli Stati Uniti è proseguita a un ritmo discreto, sebbene ci si aspettasse una riduzione alquanto lenta della disoccupazione. Al contempo, nel Regno Unito le revisioni al rialzo delle stime di crescita hanno eliminato ogni timore residuo di una tripla recessione. L'area dell'euro, dal canto suo, è emersa da sei trimestri di contrazione: Germania e Francia hanno spinto l'espansione a livello di area nel secondo trimestre al tasso modesto, ma positivo, dello 0,3%, che in base alle aspettative avrebbe dovuto ridursi solo lievemente nel terzo trimestre, e persistere nell'anno seguente. Inoltre, la fiducia degli operatori è stata rafforzata dagli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero, che nel secondo e terzo trimestre hanno segnalato un'espansione nella maggior parte delle economie

Contesto macroeconomico

Grafico 3



¹ Indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' index, PMI) ricavati da indagini mensili presso imprese del settore privato. Un valore superiore (inferiore) a 50 indica un'espansione (contrazione). ² Gli indici delle sorprese economiche Citigroup Economic Surprise Indices sono definiti come somma ponderata dei dati non corrispondenti alle attese (saldo fra i dati effettivi e la mediana delle indagini di Bloomberg). Un valore positivo indica che i dati economici pubblicati hanno nel complesso superato le previsioni prevalenti. Gli indici sono calcolati giornalmente su una finestra mobile di tre mesi.

Fonti: Bloomberg; Citigroup; Datastream; HSBC; Markit.

avanzate (grafico 3, diagramma di sinistra). Per contro, gli indici PMI nelle economie emergenti sono generalmente peggiorati (grafico 3, diagramma centrale). Inoltre, il saldo delle sorprese economiche nelle maggiori economie avanzate è divenuto positivo per la prima volta da marzo, mentre è rimasto negativo nei mercati emergenti (grafico 3, diagramma di destra).

A determinare il recente andamento dei mercati obbligazionari nelle economie avanzate è stata l'interazione tra le migliorate prospettive economiche e le aspettative di una modifica nell'orientamento di politica monetaria. Queste due determinanti si sono rafforzate vicendevolmente, facendo salire i premi a termine incorporati nei prezzi delle obbligazioni. Pur essendo aumentati a causa di ciò, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni sono rimasti inferiori ai livelli osservati nel 2012, di riflesso alla perdurante ricerca di rendimento.

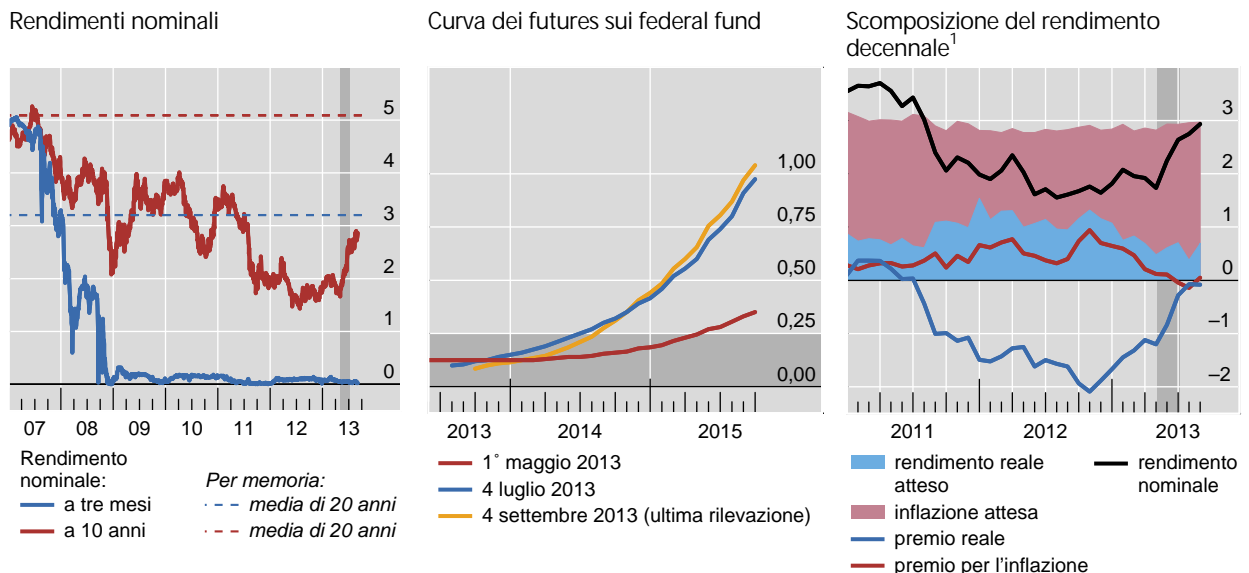
Le determinanti del rialzo dei rendimenti obbligazionari

Un esame dei rendimenti obbligazionari statunitensi tra maggio e luglio rivela che una delle principali determinanti del loro rialzo è stata l'incertezza sul futuro orientamento della politica monetaria. L'ondata di vendite ha innalzato i rendimenti principalmente sulle scadenze lunghe, mentre il segmento a breve della curva è rimasto ancorato dal proseguimento della politica di tassi di interesse bassi da parte della Federal Reserve (grafico 4, diagramma di sinistra). Inoltre, anche la curva dei futures sui federal fund si è spostata verso l'alto, a indicazione che il mercato riteneva assai probabile che il tasso ufficiale sarebbe uscito dall'attuale intervallo dello 0-0,25% già nel secondo trimestre 2014 (grafico 4, diagramma centrale). La

Tassi di interesse statunitensi

In percentuale

Grafico 4



Le aree ombreggiate nei diagrammi a sinistra e al centro indicano il periodo dal 3 maggio al 5 luglio 2013, in cui si è verificata l'ondata di vendite nel mercato obbligazionario.

¹ Scomposizione basata su un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto. Cfr. P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin, "A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics", *Journal of Econometrics*, vol. 131, 2006, pagg. 405-444; e P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the term structure of interest rates", *BIS Working Papers*, n. 228, maggio 2007.

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

scomposizione del rendimento del titolo del Tesoro statunitense a 10 anni, che illustra le diverse determinanti di queste variazioni, indica che la recente ascesa del rendimento è principalmente il risultato di un aumento del premio a termine (grafico 4, diagramma di destra)⁴. Ciò concorda con una reazione dei mercati all'incertezza circa l'effetto di un miglioramento delle prospettive economiche sui tassi ufficiali futuri, nonché con l'incertezza sull'impatto di una riduzione degli acquisti della Federal Reserve sulle quotazioni di titoli del Tesoro USA a lungo termine.

A titolo di confronto, le ondate di vendite nel mercato obbligazionario del 1994 e del 2003-04 erano state di natura diversa. Allora i rendimenti nominali a lungo termine erano saliti di pari passo con i tassi ufficiali o sulla scia di aumenti attesi dei tassi di interesse reali futuri e dell'inflazione. Nel secondo e terzo trimestre 2013, invece, le aspettative di inflazione risultavano sostanzialmente invariate (grafico 4, diagramma di destra).

Nonostante la recente ascesa, i rendimenti obbligazionari nei mercati maturi sono rimasti storicamente bassi. I rendimenti dei titoli di Stato nelle maggiori economie mondiali erano tendenzialmente in calo dal 2007. Inoltre, i differenziali di rendimento delle obbligazioni investment grade negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito sono diminuiti rispettivamente di 75, 110 e 190 punti base tra il maggio 2012 e gli inizi di settembre 2013, scendendo al disotto dei precedenti minimi del 2010 e raggiungendo livelli non più osservati da fine 2007. L'evoluzione dei corrispondenti indici obbligazionari ad alto rendimento è stata simile, con un calo di 230-470 punti base degli spread nello stesso periodo.

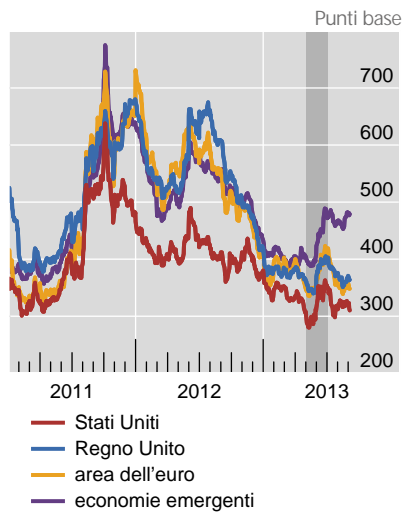
Mercati creditizi alla ricerca costante di rendimento

La recente fase di vendite non ha scalfito la relativa attrattività dei titoli più rischiosi, affermatasi nella seconda metà del 2012 e proseguita fino al terzo trimestre 2013. Il livello storicamente basso dei rendimenti nei principali mercati obbligazionari è stato un importante fattore di fondo che ha spinto gli investitori verso i rendimenti più elevati delle attività rischiose. In linea di principio, tuttavia, è probabile che siano entrati in gioco altri due fattori. Poiché l'incertezza sull'orientamento della politica monetaria ha reso più difficile valutare il rischio di tasso di interesse, la domanda a livello di mercato si sarà verosimilmente spostata verso i titoli meno sensibili a tale rischio. Tra questi figurano gli strumenti che offrono un premio per il rischio di credito il quale, a parità di altre condizioni, riduce la duration. Inoltre, nella misura in cui le condizioni monetarie saranno inasprite solo quando la ripresa economica acquisterà vigore, i titoli esposti sia al rischio di tasso di interesse sia al rischio di credito presentano benefici di diversificazione.

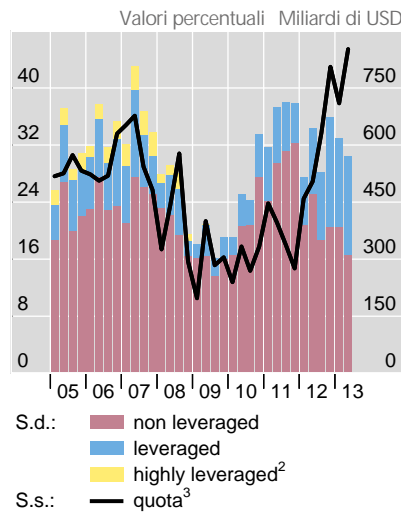
L'attrattiva dei titoli più rischiosi si è manifestata in un persistente assottigliamento degli spread creditizi (grafico 5, diagramma di sinistra). Le vendite nel mercato obbligazionario in maggio e giugno hanno invertito questo processo, ma solo temporaneamente nelle economie avanzate. Dopo il picco toccato a metà 2012, i differenziali di rendimento in queste economie sono crollati di oltre il 30%, collocandosi a circa 350 punti base agli inizi di settembre 2013. Pertanto, benché

⁴ In un recente articolo pubblicato in *Liberty Street Economics* (<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org>), anche Tobias Adrian e Michael Fleming riscontrano che la recente ondata di vendite del mercato obbligazionario è ascrivibile in gran parte all'aumento del premio a termine.

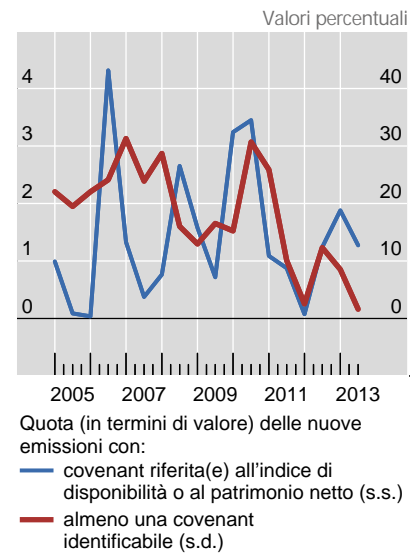
Spread delle obbligazioni societarie¹



Sottoscrizioni globali di prestiti sindacati



Prestiti leveraged: presenza di covenant



L'area ombreggiata nel diagramma di sinistra indica il periodo dal 3 maggio al 5 luglio 2013, in cui si è verificata l'ondata di vendite nel mercato obbligazionario.

¹ Differenza fra gli option-adjusted spread degli indici di obbligazioni societarie ad alto rendimento e quelli degli indici di obbligazioni societarie investment grade. ² Dealogic Loan Analytics non fa distinzioni fra le categorie leveraged e highly leveraged per i prestiti sottoscritti dopo il 2008. ³ Dei prestiti leveraged e highly leveraged sul totale delle sottoscrizioni di prestiti sindacati.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic Loan Analytics; elaborazioni BRI.

ancora nettamente superiori ai minimi pre-crisi del 2006, hanno raggiunto livelli non più osservati da fine 2007.

Anche la composizione delle recenti emissioni di debito rispecchia l'interesse degli investitori per il segmento a più alto rischio del mercato. Ad esempio, la quota dei titoli ad alto rendimento sulle emissioni obbligazionarie aggregate delle imprese europee ha superato il 15% nel primo trimestre 2013, in rialzo dal 12,5% circa del 2012. Le banche, inoltre, si sono finanziate in misura crescente con debito subordinato, spesso teoricamente in grado di assorbire perdite in quantità sufficiente per essere computato nel patrimonio di vigilanza. Rispetto ai dodici mesi fino a metà 2012, le emissioni di debito subordinato sono quasi decuplicate negli Stati Uniti e sono aumentate di 3,5 volte in Europa, attestandosi rispettivamente a \$22 e 52 miliardi nei dodici mesi fino a metà 2013. Analogamente, dal 2011 è andato espandendosi il mercato degli strumenti di capitale del tipo contingent convertible (CoCo, cfr. l'articolo in questa Rassegna).

La tendenza a privilegiare gli impieghi più rischiosi è riscontrabile anche nel mercato dei prestiti sindacati. Ne è un esempio concreto la crescente popolarità dei prestiti "leveraged", ossia prestiti erogati a prenditori con basso merito di credito e alto grado di leva, che corrispondono spread superiori a una certa soglia (grafico 5, diagramma centrale). La quota di questi prestiti sul totale delle nuove sottoscrizioni ha raggiunto il 45% a metà 2013, un livello superiore di 30 punti percentuali rispetto al minimo registrato durante la crisi e di 10 punti percentuali al massimo pre-crisi. Gli osservatori hanno attribuito parte di questo incremento alla rinnovata domanda di collateralised loan obligation da parte degli investitori, che ha contribuito a rafforzare il potere negoziale degli emittenti. Pertanto, proprio mentre i prestiti

leveraged acquisivano importanza, una quota sempre minore (in termini di volume) delle nuove emissioni presentava clausole di salvaguardia (covenant) a tutela dei creditori (grafico 5, diagramma di destra).

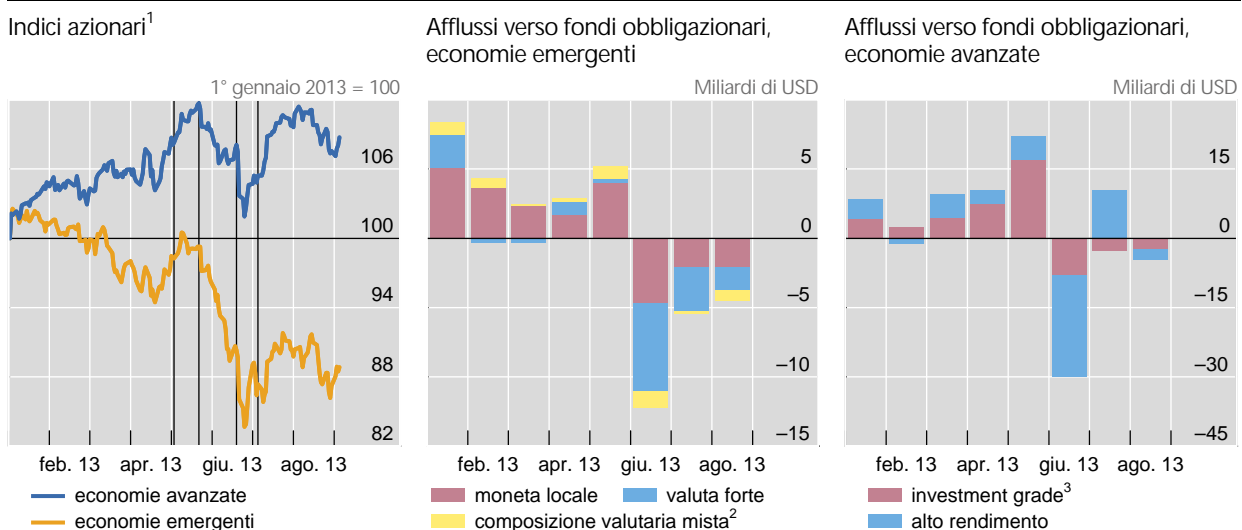
L'ondata di vendite provoca un esodo dalle economie emergenti

I mesi estivi del 2013 hanno confermato una moderazione della rapida crescita di importanti economie emergenti e un chiaro deterioramento delle loro prospettive (grafico 3). Per talune di esse il rallentamento era stato aggravato dal calo dei prezzi di alcune materie prime (in particolare metalli industriali e preziosi) dopo la metà del 2012. In parte, inoltre, era dovuto alle politiche attuate dalle autorità, che si erano contrapposte agli squilibri finanziari. Alcuni paesi dell'America latina, ad esempio, avevano adottato misure per limitare l'afflusso di capitali esteri, tra cui imposte sugli investimenti in determinati strumenti finanziari da parte di operatori stranieri. Al contempo, le autorità cinesi avevano preso provvedimenti per contenere l'espansione del credito. Tali provvedimenti, combinati alla flessione degli afflussi in dollari USA, sono culminati in giugno in una stretta di liquidità nel mercato interbancario locale (cfr. il riquadro). Sebbene i dati di agosto siano stati migliori del previsto, quelli deludenti precedentemente pubblicati sulla crescita cinese hanno avuto ripercussioni negative su altre economie emergenti, traducendosi ad esempio in un considerevole calo della domanda estera per i paesi esportatori di materie prime, come il Brasile e la Russia.

In questo contesto, il miglioramento delle prospettive di crescita nelle economie avanzate e l'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali hanno

Divergenza degli andamenti fra economie avanzate ed emergenti

Grafico 6



Le linee verticali nere indicano il 3 maggio, il 22 maggio, il 19 giugno e il 5 luglio 2013.

¹ Aggregati, elaborati da MSCI. ² Fondi che investono sia in obbligazioni in moneta locale sia in obbligazioni in valuta forte. ³ I fondi di obbligazioni investment grade si compongono di fondi obbligazionari a breve, intermedio e lungo termine, fondi di obbligazioni societarie e fondi total return.

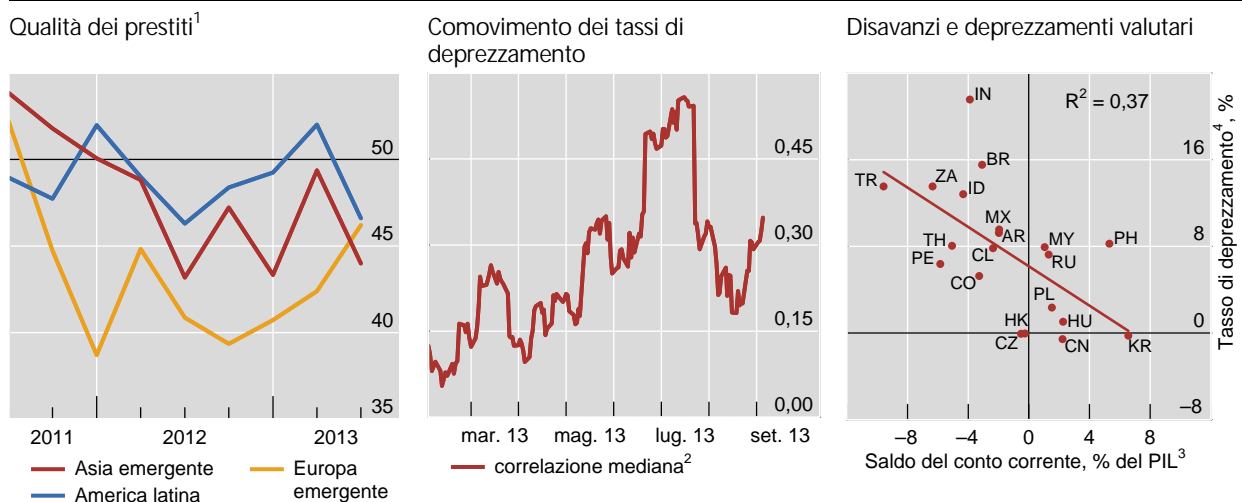
Fonti: Datastream; EPFR.

spinto gli investitori a ritirarsi dai mercati emergenti, dando luogo a cali persistenti del valore delle attività locali. Ad esempio, mentre a fine agosto le quotazioni azionarie nelle economie avanzate avevano in larga misura recuperato le perdite di giugno, l'indice azionario aggregato delle economie emergenti continuava a mantenersi a un livello inferiore di circa il 12% rispetto agli inizi di maggio (grafico 6, diagramma di sinistra), e prossimo a valori non più osservati da metà 2012. Un profilo analogo ha caratterizzato anche i flussi da e verso i fondi obbligazionari (grafico 6, diagrammi al centro e a destra). In giugno gli investitori si sono ritirati rapidamente da tali fondi in tutto il mondo, ma mentre nelle economie avanzate i flussi si sono presto invertiti e stabilizzati, il disimpegno dai fondi dei mercati emergenti è proseguito. I conseguenti deflussi cumulati da giugno ad agosto hanno eguagliato gli afflussi cumulati nei cinque mesi precedenti.

Il disimpegno degli investitori è intervenuto mentre gli indicatori della vulnerabilità finanziaria delle economie emergenti mandavano segnali contrastanti. Di fatto, il debito estero e gli afflussi di capitale in rapporto al PIL di questi paesi hanno raggiunto di recente valori inferiori a quelli osservati prima del 2008. Ciò detto, diverse economie emergenti avevano accumulato squilibri finanziari in seguito alla rapida espansione dell'indebitamento privato. Ad esempio, le emissioni di obbligazioni societarie si sono intensificate mentre i loro rendimenti sono scesi a livelli insolitamente bassi. Tra gli effetti collaterali negativi prodotti dalla progressione dell'indebitamento vi sono inoltre i crescenti segnali di deterioramento dei criteri di concessione del credito da parte delle banche, come indica l'aumento dei volumi di prestiti in sofferenza (grafico 7, diagramma di sinistra). Pertanto, ritenendo che le valutazioni delle attività delle economie emergenti fossero state gonfiate dalle condizioni di ampia liquidità degli ultimi anni, gli investitori hanno rapidamente abbandonato tali attività allorché il rialzo dei

Economie emergenti: problemi sistemici e problemi interni

Grafico 7



AR = Argentina; BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HK = Hong Kong SAR; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Indice di diffusione: un valore inferiore a 50 indica un volume crescente di prestiti in sofferenza. ² In base ai tassi di cambio rispetto al dollaro USA delle valute dei paesi riportati nel diagramma di destra. Mediana delle correlazioni fra i tassi di deprezzamento di tutte le coppie valutarie nell'arco del mese precedente. ³ 2° trimestre 2013 (ultima rilevazione trimestrale). ⁴ Nei confronti del dollaro USA, fra il 3 maggio e il 4 settembre 2013.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; CEIC; Datastream; Institute of International Finance; elaborazioni BRI.

rendimenti nelle economie avanzate ha cominciato a segnalare la fine del credito facile.

A seguito del generalizzato deprezzamento delle valute delle economie emergenti nei confronti del dollaro USA, gli investitori sono tornati a focalizzarsi sulle grandezze fondamentali dei singoli paesi. Questa transizione è attestata dal comovimento dei tassi di deprezzamento che, dopo essere risultato abbastanza elevato in giugno e luglio, è tornato su livelli già osservati all'inizio dell'anno (grafico 7, diagramma centrale). Nello specifico, gli investitori hanno penalizzato i paesi con ampi disavanzi correnti, particolarmente vulnerabili a improvvisi deflussi di capitali. Di fatto, le valute dei paesi con alti disavanzi, come Brasile, India, Indonesia, Sudafrica e Turchia, hanno subito i deprezzamenti maggiori (grafico 7, diagramma di destra). In India, a fine agosto, quando alle prospettive di crescita mediocri si sono aggiunte le segnalazioni di un aumento dei crediti problematici presso le banche locali, la rupia è crollata al minimo storico nei confronti del dollaro USA. In Brasile, la notizia che il disavanzo corrente si stava ampliando più rapidamente del previsto – raggiungendo \$9 miliardi in luglio – ha accentuato le pressioni al ribasso sul real derivanti dall'incertezza politica. Analogamente, la rupia indonesiana è scesa alla pubblicazione di nuovi dati che evidenziavano per il secondo trimestre una crescita del disavanzo corrente del paese al 4,4% del PIL, dal 2,6% del primo trimestre. Questa situazione ha avvantaggiato alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale, percepiti dagli investitori come relativamente più sicuri, grazie ai migliori saldi correnti e alla maggiore dipendenza dalle esportazioni verso l'area dell'euro, che mostrava segni di ripresa.

In alcuni paesi con elevati disavanzi correnti l'alta inflazione interna ha inasprito la situazione. A fine agosto, ad esempio, l'inflazione annua dei prezzi all'ingrosso in India si è avvicinata al 6%, mentre l'inflazione dei prezzi al consumo in Indonesia e Turchia ha superato l'8%, in parte a causa dei notevoli deprezzamenti valutari che hanno provocato il rincaro delle importazioni. Gli elevati tassi di inflazione potrebbero a loro volta provocare un ulteriore calo dei tassi di cambio nominali, perpetuando così un circolo vizioso.

Le principali risposte delle autorità delle economie emergenti, sollecitate su diversi fronti, hanno mirato a contenere il deprezzamento delle valute locali. Di fronte al rapido venir meno della fiducia degli investitori, la Reserve Bank of India è intervenuta per spingere al rialzo i tassi di interesse del mercato monetario e imporre controlli sui movimenti di capitale. A fine agosto, tuttavia, vi erano scarsi segnali di successo per quanto riguarda il rallentamento del deprezzamento della rupia. Le autorità indiane hanno inoltre annunciato misure a più lungo termine volte a contenere il disavanzo corrente, tra cui tasse sulle importazioni di argento e oro e provvedimenti per liberalizzare le esportazioni di minerale di ferro e ridurre la dipendenza dell'India dalle importazioni di carbone. Analogamente, le banche centrali di Indonesia, Turchia e Brasile hanno aumentato i tassi ufficiali e sono intervenute nei mercati dei cambi nel tentativo di ridurre la fuoriuscita di capitali esteri e stabilizzare le rispettive valute. I forti interventi valutari di diverse banche centrali hanno contribuito a ridurre in maniera significativa le riserve valutarie ufficiali negli ultimi mesi.

Volatilità nel mercato interbancario cinese

G. Ma e C. Shu

In giugno il mercato interbancario cinese ha fatto fronte a una grave stretta di liquidità. Essa è cominciata in maggio, quando i tassi overnight e pronti contro termine (PcT) a sette giorni sono saliti gradualmente al 5%, dopo essersi mantenuti tra il 2 e il 3% nei primi mesi dell'anno (grafico A, diagramma di sinistra). A metà giugno hanno superato il 10%, prima di impennarsi ai livelli record del 25 e 30% il 20 dello stesso mese, per poi ristabilirsi su livelli comunque alti, compresi tra il 5 e l'8%, il 25 giugno. Nello stesso periodo anche lo Shanghai Interbank Offered Rate (Shibor) è aumentato. La stretta di liquidità ha inoltre fatto sì che i tassi registrassero ampie variazioni infragiornaliere. L'intervallo tra il massimo e il minimo del tasso PcT a sette giorni ha toccato un picco di 2 329 punti base il 20 giugno, a fronte di una media di 154 punti base nei primi cinque mesi del 2013.

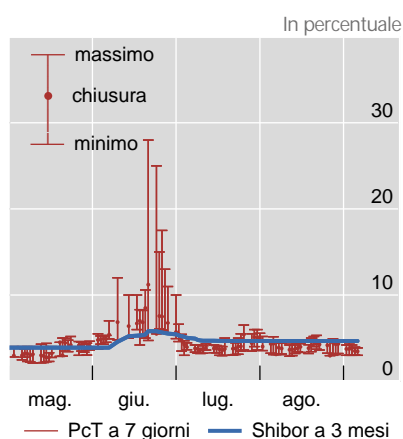
Di conseguenza, l'attività interbancaria si è notevolmente contratta. I prestiti interbancari sono diminuiti di oltre il 60%, a CNY 1,6 trilioni, fra maggio e giugno (grafico A, diagramma centrale). In luglio e agosto il volume del credito interbancario è risalito a circa CNY 2,4 trilioni, rimanendo tuttavia ben al disotto della media mensile di CNY 3,8 trilioni dei primi cinque mesi dell'anno, e di quella di CNY 3,9 trilioni del 2012.

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento nel mercato interbancario è verosimilmente ascrivibile a fattori sia di offerta sia di domanda. Sul fronte dell'offerta un marcato rallentamento degli afflussi in dollari USA, cominciato verso la fine di maggio, ha comportato una considerevole riduzione degli interventi sul mercato dei cambi e della conversione in renminbi. Tale andamento si deve a fattori sia interni sia esterni, tra cui una riduzione degli avanzi commerciali (in parte dovuti a misure restrittive sulla sovrapproduzione delle esportazioni), norme più rigorose sul credito interno in dollari USA, un clima di mercato più pessimista riguardo alle prospettive di crescita della Cina e un aumento dell'avversione al rischio a livello mondiale provocato dall'intensificarsi delle speculazioni su una riduzione degli acquisti di titoli da parte della Federal Reserve. Sul fronte della domanda l'aumento della riserva obbligatoria per le banche, per effetto di norme più severe sui "wealth management product", e un maggiore fabbisogno di finanziamento dovuto ai minori rinnovi di tali prodotti hanno accentuato la domanda stagionale di liquidità, aumentando la tensione sui mercati. In un primo momento la People's Bank of China (PBoC) non ha soddisfatto il forte aumento della domanda nel mercato interbancario, permettendo di fatto l'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Ciò è stato interpretato da alcuni operatori di mercato come il segnale dell'intenzione

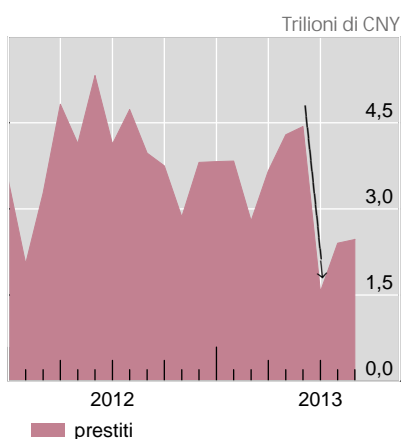
Mercato interbancario e operazione di mercato aperto in Cina

Grafico A

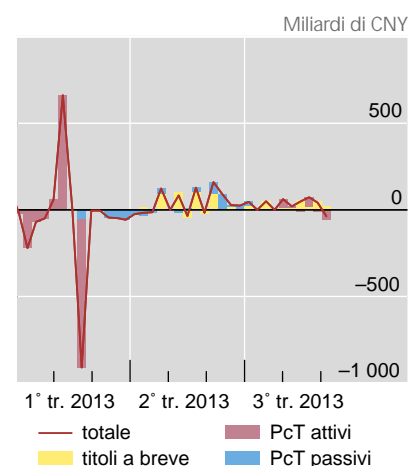
Tassi a breve termine nel mercato interbancario



Turnover nel mercato interbancario



Operazioni di mercato aperto, saldo¹



¹ Un valore positivo corrisponde a un'iniezione netta di fondi nel mercato.

Fonti: Bloomberg; CEIC.

della PBoC di frenare la crescita del credito al sistema bancario ombra. È stata anche avanzata l'ipotesi che la PBoC stesse segnalando un inasprimento monetario. Tutte queste interpretazioni hanno contribuito a rendere le banche più caute nelle loro politiche di credito, e quindi alla conseguente stretta di liquidità.

La calma è tornata quando, in un secondo tempo, la PBoC ha fornito maggiore liquidità e ha comunicato in maniera risoluta l'intenzione di stabilizzare i mercati. Il 24 giugno la banca centrale ha annunciato che, in base alle proprie valutazioni, le condizioni di liquidità complessive erano appropriate, pur riconoscendo le difficoltà per le banche di gestire la liquidità in tale frangente.

Il 25 giugno la PBoC ha affermato l'intenzione di "ricorrere attivamente a operazioni di mercato aperto, rifinanziamenti, operazioni di liquidità a breve termine e operazioni su iniziativa delle controparti per regolare la liquidità interbancaria, limitare la volatilità anomala, stabilizzare le aspettative di mercato e mantenere la stabilità del mercato monetario". Mentre l'offerta di liquidità mediante operazioni di mercato aperto non è aumentata significativamente (grafico A, diagramma di destra), la banca centrale ha fornito bilateralmente liquidità agli istituti finanziari che soddisfacevano i criteri macroprudenziali ma necessitavano di un sostegno di liquidità a breve termine. Le principali banche commerciali e le banche statali con eccedenza di liquidità sono inoltre state incoraggiate a concedere prestiti sul mercato interbancario.