

## NOTA CONGIUNTURALE

Ottobre 2013

### *3. Mercati finanziari*

- *Sommario*
- *Analisi del mese*
- *Banca dei regolamenti internazionali (BRI)  
Settembre 2013*

### **3. Mercati finanziari**

#### **Sommario**

**FED.** *La Fed ha sorpreso i mercati, mantenendo invariato il programma di acquisto titoli alla riunione del 17-18 settembre. Gli elementi determinanti per la decisione di non ridurre lo stimolo monetario sembrano essere essenzialmente due: 1) il consolidamento fiscale ancora in atto, 2) la "restrizione delle condizioni finanziarie osservata nei mesi recenti". L'esito del FOMC è stato sorprendente, considerando che a partire dalla primavera c'era stata una campagna di comunicazione che mirava a preparare il terreno per una riduzione degli acquisti "più avanti nell'anno" se lo scenario si fosse evoluto come atteso dalla Fed.*

**BCE.** *la Bce manterrà una politica monetaria accomodante con tassi fermi o in calo per un periodo prolungato. "Restiamo pronti ad agire" sul fronte della liquidità in eccesso delle banche, che continua a scendere. Così Draghi, in un accenno alla possibilità di nuove misure nonostante il miglioramento delle prospettive di crescita. "Sul taglio dei tassi c'è stata una discussione come nelle altre volte", ha spiegato Draghi.*

**Mercati azionari.** *Nel mese alcune sedute incerte non cancellano l'esito positivo, con gli indici che senza distinzione segnano recuperi.*

*Il miglioramento dei dati macro, il calo delle tensioni sulla Siria e le aspettative di una minore aggressività da parte della Fed nella riduzione degli acquisiti hanno spinto diversi indici ad avvicinare i massimi storici. Da notare che la media dei volumi dell'ultimo biennio è decrescente e nettamente inferiore rispetto alla prima decade del 2000, in corrispondenza dei picchi storici del 2007.*

**Mercati valutari.** *Il cross Eur/Usd torna a rafforzarsi la divisa unica con il cross Eur/Usd che si riporta sopra 1,35 non molto distante dai massimi dello scorso febbraio a 1,3550 confermando la violazione della resistenza posta a 1,34 punti (che coincide con la parte alta del canale laterale di medio periodo compreso tra 1,28 e 1,34).*

### **3. Mercati finanziari**

**La Fed ha sorpreso i mercati, mantenendo invariato il programma di acquisto titoli alla riunione del 17-18 settembre.**

Gli elementi determinanti per la decisione di non ridurre lo stimolo monetario sembrano essere essenzialmente due:

- 1) il consolidamento fiscale ancora in atto,
- 2) la "restrizione delle condizioni finanziarie osservata nei mesi recenti".

**L'esito del FOMC è stato sorprendente, considerando che a partire dalla primavera c'era stata una campagna di comunicazione che mirava a preparare il terreno per una riduzione degli acquisti "più avanti nell'anno" se lo scenario si fosse evoluto come atteso dalla Fed.** L'evoluzione dell'economia è stata in linea con le aspettative, anche se il Comitato ha modestamente rivisto le previsioni di crescita per fine 2013 rispetto a giugno. La comunicazione della Fed era stata coerente con una probabile riduzione degli acquisti fino a poche settimane fa e da allora non ci sono state novità significative sul fronte macroeconomico.

Qualunque sia il motivo dietro la decisione di rimanere fermi a questa riunione, è indubbio che la Fed ha perso credibilità e avrà un lavoro difficile quando vorrà ricominciare a preparare i mercati alla riduzione degli acquisti: il premio per l'incertezza aumenterà, dopo l'euforia iniziale.

**Rinviata, quindi la tanto temuta riduzione del programma di stimolo all'economia della Federal Reserve. Il Federal Open Market Committee ha deciso di confermare a 85 miliardi di dollari mensili il piano di acquisto di titoli in attesa di "maggiori riscontri sulla sostenibilità dei progressi" dell'economia a stelle e strisce.**

La Fed ha precisato che gli acquisti di asset non sono su un "percorso prestabilito" e in ogni caso un orientamento "fortemente espansivo" della politica monetaria "resterà appropriato" per un considerevole periodo di tempo anche dopo la conclusione del programma di acquisto di titoli ed il rafforzamento della ripresa economica. Il presidente della Federal Reserve ha sottolineato che le attuali condizioni del mercato del lavoro "non sono soddisfacenti" aggiungendo che il tasso disoccupazione "resta elevato" nonostante i miglioramenti rilevati su alcuni indicatori, nell'ultimo periodo.

Gli ultimi dati confermano che la crescita, tornata in positivo nell'Eurozona, è in miglioramento graduale ma ciononostante **la Bce manterrà una politica monetaria accomodante con tassi fermi o in calo per un periodo prolungato.** "Restiamo pronti ad agire" sul fronte della liquidità in eccesso delle banche, che continua a scendere. Così Draghi, in un accenno alla possibilità di nuove misure nonostante il miglioramento delle prospettive di crescita. "Sul taglio dei tassi c'è stata una discussione come nelle altre volte", ha spiegato Draghi.

A metà ottobre vi sarà una "piena comunicazione" sulla revisione degli attivi bancari dell'Eurozona che dovrebbe fare luce sui bilanci bancari e sulla qualità dei crediti, prima che l'Eurotower rilevi la supervisione bancaria su scala europea.

Vi saranno presto "notizie positive" sul progresso dell'Unione bancaria, attualmente oggetto di dibattito fra la Bce e il Parlamento europeo, ha anticipato il presidente della Bce. "Il mandato della Bce parla di stabilità dei prezzi, questo è il nostro obiettivo", ha detto Draghi

rispondendo alla domanda se l'istituto debba invece, ispirandosi alla Fed, iniziare a pensare a un obiettivo di riduzione della disoccupazione.

Tassi ufficiali			Ultime modifiche
Usa	Fed Funds Tasso di sconto	0,00-0,25	18/02/10
Eurozona	Tasso refi	0,50	3/5/2013
Gran Bretagna	tasso di intervento	0,50	5/03/2009
Svizzera	banda di oscillazione del Libor a tre mesi	0-1,00	11/12/2008
Giappone	tasso di riferimento	0-0,10	5/10/2010

### 1. *Le Banche Centrali mantengono i livelli dei tassi.*

**Federal Reserve.** Il Federal Open Market Committee, che ha lasciato invariati i tassi di interesse tra zero e un quarto di punto, con 9 voti favorevoli e 1 contrario, ha rivisto al ribasso le stime sul Prodotto interno lordo prevedendo una crescita tra il 2-2,3% per quest'anno (2,3-2,6% la precedente stima). Per il 2014 stima invece un aumento del PIL tra il 2,9-3,1% (3-3,5% la precedente stima). Tagliate anche le previsioni sul tasso di disoccupazione: nel 2013 dovrebbe il tasso dei senza lavoro dovrebbe attestarsi tra il 7,1% e il 7,3% (7,2%-7,3% la precedente stima) mentre nel 2014 dovrebbe scendere tra il 6,4% e il 6,8% (6,5%-6,8% la previsione di giugno).

**BCE.** La Banca Centrale Europea ha lasciato il tasso d'interesse di riferimento fermo allo 0,50%. La decisione era attesa dal mercato. L'Eurotower ha lasciato invariati anche il tasso marginale all'1% e quello sui depositi a zero. La Banca centrale europea alza leggermente le nuove stime di crescita per l'Eurozona per il 2013, con un Pil ora atteso in calo dello 0,4% quest'anno dal precedente -0,6%. Pil atteso in rialzo dell'1% il prossimo, contro il +1,1% dello scorso giugno. Come previsto resta invariato il costo del denaro nell'area euro. Il comitato di politica monetaria della Bce ha deciso di mantenere invariato ai minimi storici dello 0,5% il tasso di riferimento. Anche il tasso sui depositi rimane dov'era, allo 0%, così come gli interessi marginali (1%).

**Banca Centrale d'Inghilterra.** Nessuna divergenza tra i membri del Board della Bank of England (BOE) nell'ultima riunione di politica monetaria dello scorso 5 settembre. Gli esponenti

della Banca Centrale inglese si sono trovati d'accordo sul **fatto di lasciare invariati i tassi d'interesse al minimo storico dello 0,5% e di mantenere inalterato il livello di acquisto di asset a 375 miliardi di pound.**

Sembra quindi cambiato il clima all'interno del Board rispetto a quando tre membri si erano detti a favore di un incremento del programma di 25 miliardi di sterline, arrivando ad un totale di 400 miliardi.

La Bank of England ha pubblicato le linee guida del nuovo contesto operativo di politica monetaria, introducendo ex novo un'esplicita forward guidance sui tassi ufficiali. **Le indicazioni prospettiche sono condizionate all'evoluzione del contesto economico: la variabile di riferimento scelta dalla BoE è il tasso di disoccupazione (l'indicatore headline della Labour Force Survey, LFS, che attualmente è al 7,8%).** A seguito di questa innovazione, a ogni riunione del MPC la BoE comunicherà la propria dichiarazione di intenti in merito al livello futuro di bank rate e APF. In particolare, la BoE comunica "la propria intenzione di non alzare il bank rate dal livello attuale di 0,50% almeno fino a quando il tasso di disoccupazione [...] non sarà sceso fino a raggiungere la soglia del 7%.

**Bank of Japan.** Nulla di fatto in materia di politica monetaria da parte della Bank of Japan, che ha però una visione dell'economia decisamente più ottimista.

Il meeting del politica monetaria della Banca Centrale nipponica si è chiuso dunque con lo status quo sia in materia di tassi che di stimoli, come ampiamente atteso dagli analisti. L'obiettivo resta quello di riportare l'inflazione della terza economia al mondo al 2%, dunque si andrà avanti con l'attuale atteggiamento ultra-espansivo.

Contemporaneamente la BoJ ha rivisto al rialzo il proprio outlook spiegando, nello statement che accompagna la decisione, che l'economia si sta riprendendo "moderatamente". Ovviamente, ha poi tenuto a precisare, il livello di incertezza resta "molto alto" a causa della crisi del debito in Europa, e degli attuali problemi di alcune economie emergenti.

## ***2. Il mercato azionario si conferma in recupero***

**Nel mese alcune sedute incerte non cancellano l'esito positivo, con gli indici che senza distinzione segnano recuperi.**

Il miglioramento dei dati macro, il calo delle tensioni sulla Siria e le aspettative di una minore aggressività da parte della Fed nella riduzione degli acquisiti hanno spinto diversi indici ad avvicinare i massimi storici.

Da notare che la media dei volumi dell'ultimo biennio è decrescente e nettamente inferiore rispetto alla prima decade del 2000, in corrispondenza dei picchi storici del 2007.

**Oscillazioni contenute, bassa volatilità, fase laterale sul mercato azionario, queste sono le caratteristiche dei listini azionari in questi ultimi giorni del trimestre con gli investitori che attendono la fine del mese (il Vix che misura la volatilità dello S&P500 è sceso a 14punti).**

In mercato calo invece l'indice FtseMib su cui pesano i timori di una crisi politica: l'indice si riporta sotto i 18mila.

A fine settembre a Wall Street lo S&P500 si avvicina ai 1.700 punti, l'indice Dow Jones ha chiuso a 15.328 punti (+0,36%), lo S&P500 a 1.698 punti (+0,35%) ed il Nasdaq Composite a 3.787 punti (+0,70%)

L'indice EuroStoxx50 ha chiuso la seduta a 2.922 punti), il Dax a 8.664 punti, il FtseMib a 17.872 punti.

La Borsa di Tokio chiude con l'indice Nikkei a 14.760.

### ***3. Il cross Eur/Usd conferma il rafforzamento.***

**Il cross Eur/Usd ha rotto la resistenza posta a 1,34 punti.** La debolezza del dollaro dopo la conclusione del Fomc e dello yen penalizzato dall'Abenomics comportano un'apparente forza dell'euro, che si rivaluta nei confronti delle principali valute.

**Il cross Eur/Usd torna a rafforzarsi la divisa unica con il cross Eur/Usd che si riporta sopra 1,35 non molto distante dai massimi dello scorso febbraio a 1,3550** confermando la violazione della resistenza posta a 1,34 punti (che coincide con la parte alta del canale laterale di medio periodo compreso tra 1,28 e 1,34). Sul biglietto verde pesano i timori legati alla possibilità che possa essere bloccata l'attività dell'amministrazione statunitense per il possibile sfioramento dei conti pubblici in prossimità della chiusura dell'anno fiscale (che per gli Stati Uniti è il 30 settembre); pesa anche la decisione di mantenere invariati gli acquisti sul mercato da parte della Fed. Analogo movimento per cross Eur/Jpy che si riporta a 133,70 punti.

### ***Banca dei regolamenti internazionali (BRI) Settembre 2013***

*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 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.*

*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 monetaria.*

*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 obbligazioni sovrane a lungo termine in Europa hanno iniziato anch'essi a salire il 3 maggio, 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.*

***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.*

*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. Nei mercati emergenti gli indici azionari, la cui performance era già poco brillante, sono crollati.*

*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 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 imprevedibili, il tasso di interesse ufficiale non sarebbe aumentato dallo 0,5% fintantoché la disoccupazione non fosse scesa al 7%.*

*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. 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.*

*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 avanzate.*

*Per contro, gli indici PMI nelle economie emergenti sono generalmente peggiorati. 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.*

*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. 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.*

*La 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. 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.*

*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 di sotto 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. 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 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.*

*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. 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 prestitileveraged acquisivano importanza, una quota sempre minore (in termini di volume) delle nuove emissioni presentava clausole di salvaguardia (covenant) a tutela dei creditori.*

### ***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. 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. 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 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, e prossimo a valori non più osservati da metà 2012. Un profilo analogo ha caratterizzato anche i flussi da e verso i fondi obbligazionari. 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. 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 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. 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. 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.*