



***Gli articoli monografici rispecchiano le opinioni degli autori e non necessariamente il punto di vista della BRI. Si prega pertanto di attribuire agli autori, e non alla BRI, eventuali riferimenti a tali articoli.***

## **Rassegna trimestrale BRI, marzo 2016 – briefing stampa**

**Dichiarazioni on-the-record rilasciate da Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, il 4 marzo 2016.**

### **Claudio Borio**

La calma fragile ha ceduto il passo alle turbolenze.

Nel precedente numero della Rassegna trimestrale abbiamo messo in evidenza la precarietà della calma che regnava nei mercati finanziari. Era inevitabile che, a un certo punto, la tensione fra la quiete dei mercati e le vulnerabilità economiche di fondo dovesse trovare sfogo. Nell'ultimo trimestre, forse abbiamo assistito all'inizio di questo processo.

L'ondata di vendite che ha inaugurato il 2016 è fra le peggiori mai osservate a inizio anno. Gli investitori avevano appena tirato un sospiro di sollievo dopo aver visto che lo storico aumento di 25 punti base della fascia obiettivo sui federal fund a metà dicembre (il primo incremento da quando il tasso overnight era stato portato a zero sette anni fa, dando inizio alla fase di immobilità più lunga dal dopoguerra) era stato assimilato senza particolari conseguenze. Dopo sole due settimane, i mercati sono crollati. Come durante l'estate, a scatenare la crisi è stata la Cina; i segnali di rallentamento nel paese asiatico hanno infatti lasciato intravedere una debolezza più ampia delle economie emergenti. I corsi azionari hanno ceduto in tutto il mondo, le volatilità sono schizzate in su, gli spread creditizi si sono allargati, le valute dei mercati emergenti si sono deprezzate, in particolare nei confronti del dollaro USA, e i prezzi del petrolio hanno toccato nuovi minimi, inferiori ai livelli raggiunti durante la Grande Recessione. A loro volta, questi sviluppi hanno alimentato le incertezze che circondavano altre economie avanzate, soprattutto gli Stati Uniti, diffondendo ulteriore pessimismo.

E questa è stata solo la prima fase della turbolenza. Un secondo episodio, di minore durata ma forse più allarmante, si è focalizzato sullo stato di salute delle banche globali, ai primi di febbraio. Le loro quotazioni, da tempo sotto pressione, sono sprofondate, mentre gli spread sui *credit default swaps* (CDS) si sono ampliati. I rapporti tra la capitalizzazione di borsa e il patrimonio netto hanno oscillato su livelli che non si registravano dalla fase più acuta della crisi. I dati deludenti per quanto riguarda le prospettive di crescita a livello globale e gli annunci sugli utili si sono aggiunti alle preoccupazioni legate a giurisdizioni specifiche, come i prestiti in sofferenza persistentemente elevati e i timori di natura regolamentare circa le sospensioni delle cedole per le obbligazioni *contingent convertible* (CoCo) nell'area dell'euro. Le strategie difensive di copertura dinamica molto probabilmente hanno peggiorato la situazione, perché gli investitori hanno venduto azioni bancarie e CDS per contenere le perdite sulle CoCo. Tuttavia, l'elemento che più ha turbato gli investitori è lo scenario di un futuro di tassi di interesse ancora più bassi, ben oltre l'orizzonte, che potrebbero [minare i margini, la redditività e la resilienza delle banche](#). L'apprensione è cresciuta e si è propagata in seguito alla decisione della Bank of Japan di adottare tassi ufficiali negativi. Nel punto di apice, sono stati negoziati a rendimenti negativi oltre \$6 500 miliardi di titoli di Stato, estendendo ancora una volta i confini dell'impensabile.

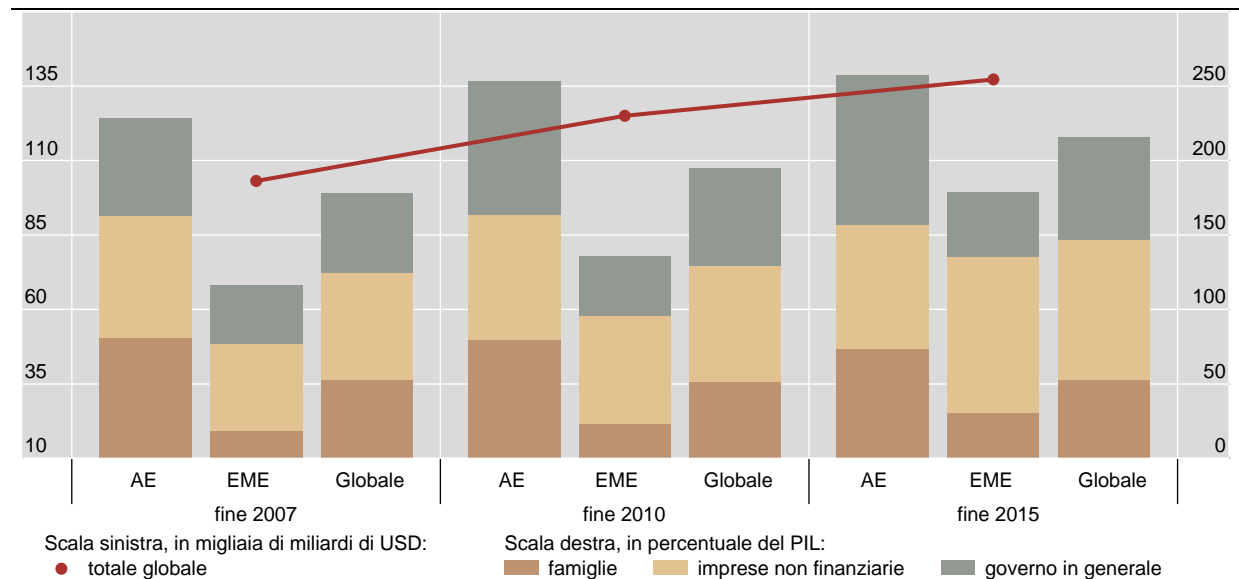
Solo di recente i mercati si sono in parte placati.



Tuttavia, se vogliamo cercare di capire quali siano le forze più profonde all'opera, occorre andare oltre il concetto, fin troppo familiare, dell'oscillazione dei mercati tra speranza e paura. Una volta adottato questo approccio, non è così difficile svelarle. A fronte di un calo prolungato della crescita della produttività, aggravato dalla crisi, i livelli globali di indebitamento hanno continuato a salire e i margini di intervento delle politiche sono diventati sempre più stretti: un insieme di fattori che potremmo definire le [“tre mine vaganti”](#). Voglio soffermarmi brevemente, in particolare, sui temi del debito crescente e del minore spazio di manovra.

Il debito è stato uno dei fattori scatenanti della crisi finanziaria e da allora è ulteriormente aumentato in rapporto al PIL, a livello globale (cfr. il grafico). Nelle economie avanzate al centro della crisi, si è avuta una certa riduzione della leva finanziaria nel settore privato, ma il debito del settore pubblico è cresciuto costantemente. Il brusco aumento del debito del settore privato in altri paesi, soprattutto in una serie di economie emergenti (EME) tra cui quelle più grandi – il motore principale della crescita post-crisi – ha tuttavia rappresentato lo sviluppo più allarmante. I maggiori incrementi sono stati riscontrati tra le imprese, la cui redditività è andata calando, e tra gli esportatori di materie prime. Come indicato nella nostra ultima [pubblicazione statistica](#), questo aumento è spesso accompagnato da un forte rialzo dei prezzi immobiliari in un contesto di aggressiva assunzione di rischio, fattori che ricordano in modo inquietante i boom finanziari osservati nelle economie colpite successivamente dalla crisi.

### Il debito continua ad aumentare



Il campione globale di paesi comprende: Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Malesia, Messico, Norvegia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Turchia e Ungheria. EA = economie avanzate; EME = economie emergenti.

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali; statistiche BRI sul credito totale.

Il debito denominato in valuta estera ha avuto un ruolo di primo piano, con la componente in dollari statunitensi per le EME che è raddoppiata dal 2009, toccando quota \$3 300 miliardi. I nostri [indicatori di liquidità globale](#) segnalano che la crescita di questa componente si è arrestata nel terzo trimestre 2015. Inoltre, le statistiche sui titoli di debito internazionali confermano che da quel momento in poi i prenditori delle EME hanno ridotto le proprie emissioni; in Cina hanno rimborsato il debito in valuta estera, cosa che spiega in parte la rapida flessione delle riserve valutarie. Questo, insieme alle variazioni degli spread creditizi e al



deprezzamento di numerose valute nei confronti del dollaro, è un chiaro segnale di un inasprimento delle condizioni finanziarie esterne per le EME. E ciò si è verificato proprio nella fase di maturazione o svolta dei cicli finanziari nazionali. È come se due onde con diverse frequenze si fossero unite per formarne una più grande e potente.

Il debito è pertanto l'elemento che consente di comprendere [sviluppi apparentemente non correlati](#): fa luce sul rallentamento delle EME; fornisce indicazioni sul preoccupante circolo vizioso tra l'apprezzamento del dollaro statunitense e l'inasprimento delle condizioni finanziarie per le imprese o i paesi pesantemente indebitati in dollari; offre un indizio sulla ragione della debolezza dei prezzi del petrolio, con la Cina che ha ridotto la domanda e le compagnie petrolifere, fortemente indebitate, condizionate a mantenere i rubinetti aperti per soddisfare i propri oneri di servizio; e potrebbe anche spiegare il sorprendente rallentamento della crescita della produttività: secondo una [recente ricerca BRI](#), i boom del credito minano la crescita della produttività man mano che aumentano di vigore, prevalentemente perché destinano risorse ai settori sbagliati. L'impatto di queste allocazioni errate perdura nel tempo e si intensifica allo scoppio di una crisi finanziaria. A sua volta, una minore produttività rende più difficile sostenere gli oneri debitori. Per metterla in altri termini, quelli che vediamo potrebbero non essere fulmini isolati, bensì i segnali di una tempesta vicina, che si sta preparando da molto tempo.

E poi c'è la questione dei ridotti margini di manovra delle politiche. Le recenti turbolenze hanno mostrato chiaramente che le banche centrali, dopo la crisi, sono state gravate per un tempo troppo lungo di un fardello eccessivo, proprio nel momento in cui si sono ridotti gli spazi per politiche di bilancio e c'è stata carenza di misure strutturali. Malgrado condizioni monetarie eccezionalmente espansive, la crescita nelle giurisdizioni più importanti è stata deludente e l'inflazione è rimasta persistentemente bassa. Gli operatori di mercato ne hanno preso atto e la loro fiducia nei poteri curativi delle banche centrali – probabilmente per la prima volta – vacilla. Anche i policymaker farebbero bene a prenderne atto.

## Hyun Song Shin

Il dibattito sulle vulnerabilità economiche e finanziarie prodotte dalla lunga fase di misure di stimolo delle banche centrali ha assunto connotati di urgenza di fronte ai crescenti segnali che siamo di fronte a un punto di svolta nelle condizioni di liquidità globale. Le discussioni al vertice del G20 di Shanghai hanno evidenziato tale punto.

Questo numero della Rassegna trimestrale presenta ricerche e analisi recenti della BRI che affrontano aspetti chiave dell'inversione della liquidità globale. [Un riquadro sui deflussi di capitali dalla Cina](#), a cura di Bob McCauley e Chang Shu, dimostra la rilevanza dei depositi bancari in renminbi al di fuori del paese asiatico nei recenti movimenti valutari. L'espressione "deflussi di capitale" potrebbe lasciar intendere che l'unica cosa che conta siano i flussi finanziari transnazionali. Tuttavia, i flussi tra le valute si rivelano spesso più utili per comprendere le tensioni sui mercati valutari, a prescindere che il denaro varchi o meno un confine. Per molti mesi, dopo la crisi finanziaria mondiale, il renminbi si è costantemente apprezzato rispetto al dollaro. È un contesto propizio per i "carry trade", in cui le imprese che hanno accesso al credito in dollari possono prendere in prestito dollari all'estero e convertirli in renminbi: l'obiettivo è trarre profitto dal costante apprezzamento della valuta cinese, nonché dal tasso di interesse più elevato sui depositi in renminbi. Depositare i fondi in una banca all'estero è uno dei metodi per amministrare i proventi.

Occorre tuttavia notare che sia l'indebitamento in dollari sia i depositi in renminbi avvengono al di fuori della Cina, senza che venga erogato alcun credito transfrontaliero in dollari. Tuttavia, l'apprezzamento della valuta statunitense spinge i mutuatari a rimborsare il proprio debito in dollari, e di conseguenza, quando il carry trade si inverte, anche i depositi in renminbi diminuiscono di pari passo. Il riquadro a cura di McCauley e Shu si basa sulle statistiche bancarie BRI e fornisce delle stime relative a queste variazioni tra le valute: la combinazione di minori depositi in renminbi all'estero e un ridotto indebitamento in valuta straniera delle



imprese cinesi riflette la liquidazione dei carry trade e spiega le pressioni al ribasso sulla valuta cinese. Spiega inoltre perché, durante le fasi di tensione, il tasso offshore in renminbi sia scambiato a sconto rispetto al tasso onshore.

Così com'era cresciuto l'indebitamento in dollari all'estero durante il periodo di politiche monetarie accomodanti negli Stati Uniti, stiamo ora assistendo a un incremento dell'indebitamento in euro al di fuori dell'area dell'euro. Il grafico 2, nel [capitolo dedicato agli aspetti salienti delle statistiche BRI](#), mostra che la componente in più rapida espansione del credito denominato in euro è quella verso i non residenti, in particolare le obbligazioni in euro emesse da imprese non finanziarie al di fuori dell'area dell'euro, che evidenziano una crescita del 15% annuo. Le obbligazioni in euro emesse da imprese non finanziarie statunitensi hanno assunto una rilevanza tale da guadagnarsi un proprio appellativo, le "reverse yankee". Al contrario, il credito denominato in euro verso i mutuatari all'interno dell'area dell'euro cresce più lentamente, a un tasso annuo del 2,1%, nonostante gli interventi di politica monetaria adottati dalla BCE (inclusi i tassi ufficiali negativi) tesi a stimolare il credito nell'area.

Parlando di tassi ufficiali negativi, un articolo in questo numero della Rassegna trimestrale affronta proprio questo tema, che di recente ha suscitato grande interesse.

Morten Bech e Aytel Malkhozov gettano luce sull'applicazione dei tassi ufficiali negativi da parte delle banche centrali. Il loro studio prende in esame le quattro banche centrali che presentano, alla fine del 2015, almeno un tasso ufficiale sotto lo zero: la BCE e le banche centrali di Danimarca, Svezia e Svizzera (la Bank of Japan ha adottato un tasso negativo per una parte delle riserve bancarie nel gennaio di quest'anno). Come chiarito dagli stessi autori, l'articolo non intende affrontare l'argomento della *desiderabilità* dei tassi negativi, bensì cerca di spiegare se (e come) i tassi ufficiali sotto lo zero si siano trasmessi ad altri tassi di interesse nell'economia.

Quando hanno introdotto tassi negativi, le banche centrali hanno cercato di farlo in modi tali da limitare l'onere sulle banche. Ad esempio, tre delle quattro banche centrali (eccettuata la Riksbank svedese) hanno applicato tassi negativi esclusivamente alle riserve delle banche presso la banca centrale che superavano determinate soglie.

In tutti i casi analizzati, questi tassi moderatamente negativi si sono trasmessi ai tassi del mercato monetario e più in là lungo la curva dei rendimenti. Tuttavia, il loro impatto su altri tassi, in particolare quelli bancari, è stato molto meno evidente. Soprattutto, non sono scesi in territorio negativo i tassi sui depositi bancari della clientela al dettaglio, mentre in Svizzera i tassi ipotecari, con le banche che hanno cercato di proteggere i loro profitti, negli ultimi mesi sono persino aumentati. Tutto ciò solleva interrogativi su come sia cambiato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in questi paesi, come cambierà in futuro e, più in generale, come funzionerà il sistema finanziario se i costi di indebitamento ufficiali continueranno a scendere ulteriormente in territorio negativo o se resteranno sotto lo zero per un periodo prolungato.

In un altro articolo, Dietrich Domanski, Michela Scatigna e Anna Zabai studiano il potenziale impatto della politica monetaria sulla disuguaglianza dallo scoppio della crisi finanziaria, contribuendo a un tema particolarmente dibattuto da economisti e policymaker.

Non sono ancora disponibili dati internazionali affidabili sull'evoluzione della disuguaglianza dall'inizio della crisi. Per tale motivo, gli autori hanno eseguito una simulazione che valuta com'è cambiata la ricchezza delle famiglie usando le variazioni nel valore delle attività, ipotizzando una composizione del portafoglio costante. La conclusione è che, in gran parte dei paesi, la disuguaglianza è probabilmente aumentata, per effetto della rapida ripresa dei corsi azionari (che favorisce le famiglie più abbienti), dalla ripresa più lenta dei prezzi delle abitazioni (che avrebbe favorito le famiglie meno abbienti) e dall'elevato livello di indebitamento delle famiglie (che penalizza maggiormente quelle meno abbienti).



Non è ancora chiaro se le misure delle banche centrali abbiano alimentato questa disuguaglianza, ma ci sono alcuni indizi utili. Normalmente, la politica monetaria tende ad aumentare la disuguaglianza spingendo in su i corsi azionari, e contemporaneamente a ridurla spingendo in su i prezzi delle abitazioni. Questo impatto relativo e la composizione del portafoglio sono i fattori chiave. Al contrario, l'impatto sui prezzi delle obbligazioni riveste minore importanza. In ogni caso, è opportuno evitare generalizzazioni semplicistiche e continuare a seguire attentamente tali questioni.

Pat McGuire e Goetz von Peter hanno analizzato le cause alla base della contrazione del credito bancario durante e dopo la crisi finanziaria. Per il loro studio si sono serviti di una serie di dati univoca, basata sulle statistiche bancarie BRI, che rileva le posizioni di gruppi di banche di una determinata nazionalità in un determinato paese, ad esempio le banche tedesche nel Regno Unito.

L'articolo conferma ampiamente i risultati di precedenti ricerche, in particolare il fatto che le banche straniere finanziate in loco tendono a intrattenere rapporti creditizi più stabili rispetto a quelle con finanziamenti transfrontalieri, ma descrive in modo più dettagliato come si sono manifestati tali effetti durante la crisi.

Infine, Morten Bech, Anamaria Illes, Ulf Lewrick e Andreas Schrimpf si sono concentrati sulla recente diffusione della contrattazione elettronica e automatica nei mercati del reddito fisso, traendo spunto dalle ultime relazioni pubblicate dal [Comitato sui mercati](#) e dal [Comitato sul sistema finanziario globale](#).

Anche se gli indicatori della "qualità del mercato" – liquidità e costi di negoziazione – sono rimasti generalmente solidi, le condizioni del mercato restano sensibili a un'improvvisa evaporazione della liquidità. Sono necessari ulteriori approfondimenti per comprendere l'impatto della contrattazione elettronica sulla solidità di questi mercati, soprattutto in condizioni di tensione.