



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 settembre 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 venerdì 16 settembre 2016.

Claudio Borio

Nel trimestre in esame, i mercati sono stati caratterizzati da alcune note discordanti, familiari per molti aspetti, meno per altri.

Tutto è cominciato con una sorpresa enorme, che ha colto alla sprovvista gli operatori di mercato: il 23 giugno, il Regno Unito ha votato per lasciare l'Unione Europea. Per un paio di giorni dopo il risultato del referendum, i corsi dei titoli azionari sono precipitati, la volatilità si è impennata, gli spread creditizi si sono allargati e la sterlina è crollata ai minimi da trent'anni a questa parte. I mercati hanno cancellato, con gli interessi, i guadagni che avevano realizzato la settimana precedente, quando la vittoria del *remain* appariva praticamente certa (nei prezzi di mercato, non nei sondaggi). Detto ciò, in mezzo alla turbolenza i mercati hanno continuato a funzionare bene e la liquidità di mercato – nonostante tutti i timori – ha retto al colpo, senza alcun segnale di *gapping*. Inoltre, un paio di giorni più tardi, velocemente com'era arrivata la turbolenza se n'è andata. Certo, contrariamente ad altri "shock" importanti, questo aveva tempi del tutto prevedibili: sia gli operatori di mercato sia le autorità avevano avuto un largo preavviso per prepararsi. E le banche centrali si sono affrettate a fornire rassicurazioni, rilasciando dichiarazioni, sia separatamente sia congiuntamente, in cui sottolineavano che erano pronte a fornire supporto ai mercati, alle istituzioni e all'economia, se ve ne fosse stata necessità. Pur considerando tutto questo, la velocità della ripresa ha colto molti di sorpresa, vista l'incertezza politica ed economica che il voto aveva innescato.

Una volta lasciatisi alle spalle il referendum britannico, i mercati in generale sono tornati alla fase rialzista cominciata dopo le turbolenze assai più intense di alcuni mesi prima. A inizio settembre, i corsi delle azioni negli Stati Uniti avevano raggiunto nuovi massimi, in Europa e in Giappone avevano registrato considerevoli guadagni rispetto ai minimi annuali, la volatilità era scesa a livelli prossimi alle medie post-crisi – o perfino più in basso, come nel caso dell'importante indice VIX – e gli spread creditizi si erano ristretti notevolmente. La fase rialzista è proseguita senza quasi risentire di una serie di eventi con profilo di rischio politico, e le prospettive di altri a venire.

La domanda di attività dei mercati emergenti è stata particolarmente elevata nel periodo in esame, proseguendo sull'onda dei mesi precedenti. I flussi di capitali verso le economie di mercato emergenti (EME) si sono rafforzati ulteriormente dopo la Brexit, spingendo i corsi delle azioni e le valute e trascinando in basso gli spread sovrani e gli spread creditizi, che in alcuni casi hanno sfiorato i minimi registrati nel terzo trimestre 2014. Come indicano le statistiche finanziarie internazionali della BRI, le emissioni di titoli nelle EME erano già risalite nella prima metà dell'anno, nonostante una maggiore debolezza dei flussi bancari. Pertanto, la successiva ripresa delle emissioni in dollari può essere stata sufficiente a bloccare, o forse addirittura invertire, la (leggera) riduzione, nel primo trimestre, delle consistenze di credito in dollari verso prenditori non bancari delle EME, che erano più o meno raddoppiate dal 2009 in poi. Questo parametro fondamentale delle condizioni di liquidità a livello mondiale era calato a \$3 200 miliardi alla fine del primo trimestre, rispetto al picco di \$3 300 miliardi toccato nel



terzo trimestre 2015, anche se il credito in dollari verso tutti i soggetti diversi dalle banche al di fuori degli Stati Uniti era risalito leggermente, a \$9 800 miliardi.

In questo contesto di generale esuberanza, i mercati obbligazionari sono sembrati segnalare una futura situazione di debolezza economica, e questa è la prima nota discordante. I rendimenti delle obbligazioni hanno continuato a calare e le curve dei rendimenti si sono appiattite, segnale che di solito indica basse prospettive di crescita. La percezione negativa è stata accentuata dal dibattito sulla possibilità che l'economia mondiale sia destinata a viaggiare a velocità ridotta per moltissimo tempo ancora. Altrettanto scoraggianti sono state le discussioni sulla necessità di tassi di interesse stabilmente più bassi per contrastare questa debolezza secolare. Le consistenze di titoli di Stato scambiati a rendimenti negativi, anche se recentemente sono leggermente scese, in estate hanno toccato nuovi massimi, superando largamente i \$10 000 miliardi. Cosa ancora più straordinaria, i rendimenti negativi hanno cominciato a estendersi in modo significativo ai mercati secondari delle obbligazioni societarie, arrivando a interessare perfino alcune obbligazioni di nuova emissione. Inoltre, i tassi sono storicamente bassi rispetto alla crescita, un parametro consueto per valutare il loro livello.

Contestualmente, le banche sono apparse in difficoltà, e questa è la seconda nota discordante. Gli annunci sugli utili sono stati in chiaroscuro o deludenti, le quotazioni dei titoli bancari hanno avuto un andamento peggiore dell'indice complessivo o sono calate, e i rapporti tra valore di mercato e patrimonio netto in generale sono rimasti al di sotto di 1. Le banche giapponesi e dell'area dell'euro si sono trovate particolarmente sotto pressione, con valutazioni intorno a 0,4 circa, leggermente inferiori a quelle delle banche britanniche e notevolmente al di sotto di quelle delle banche statunitensi, che superano quota 1. La pubblicazione dei risultati delle prove di stress nell'area dell'euro, a luglio, non ha alleggerito la situazione, specialmente in quelle giurisdizioni con sofferenze persistentemente elevate: i mercati non hanno avuto praticamente nessuna reazione. Inoltre, a partire da luglio, sono comparsi segnali di tensione sul mercato della provvista fondi a breve termine in dollari: un tasso chiave come il Libor è aumentato, in parte come reazione all'imminente regolamentazione dei fondi comuni del mercato monetario statunitense, innalzando così il costo della provvista fondi non garantita. E, come analizzato in questa [Rassegna trimestrale](#), il costo dell'indebitamento in dollari attraverso il cruciale mercato degli swap in valuta, è cresciuto ancora di più per una serie di valute, specie lo yen e l'euro, inasprendo le condizioni di finanziamento per quelle banche che vi fanno particolare affidamento.

Naturalmente esiste una spiegazione familiare per questa discordanza: l'interazione fra le decisioni delle banche centrali e le scelte di portafoglio degli operatori di mercato. Con una combinazione di tassi ufficiali quasi a zero o addirittura negativi, acquisti di titoli su larga scala e indicazioni prospettiche ("forward guidance"), le banche centrali stanno cercando di allentare le condizioni finanziarie per rafforzare l'economia e, soprattutto, far salire l'inflazione a livelli più prossimi ai loro obiettivi numerici. Il periodo in esame non ha fatto eccezione, con ulteriori misure di allentamento da parte della Bank of Japan, della Bank of England e di altre banche centrali, e segnali di prolungamento dell'orientamento accomodante da parte della Federal Reserve e della BCE. Da parte loro, gli operatori di mercato hanno fatto scendere ulteriormente i tassi di interesse, nel tentativo di assicurarsi una durata finanziaria ("duration") per proteggersi contro passività a lungo termine (per esempio dei fondi pensione e delle compagnie assicurative) o di raccogliere rendimenti aggiuntivi che stanno scomparendo. Il risultato è una situazione persistente di tassi di interesse bassissimi e addirittura rendimenti obbligazionari negativi in qualche caso lungo quasi tutta la struttura per scadenze.

A sua volta, la prospettiva di tassi più bassi per un periodo più lungo ha avuto un duplice effetto. Da un lato, ha alimentato un fenomeno familiare come lo spostamento verso i titoli azionari e una più ampia ricerca di rendimento, che ha condotto ai consueti segnali di euforia. Dall'altro lato, ha sollevato serie preoccupazioni riguardo alla redditività delle



banche, perché tassi bassissimi e curve dei rendimenti piatte tendono a erodere i loro margini di interesse netti e a rendere meno costoso detenere crediti in sofferenza, ritardando a sua volta il necessario risanamento dei bilanci delle banche.

Ecco perché il recente rialzo dei mercati ha lasciato sensazioni particolarmente ambivalenti: più bastone che carota, più spinta che traino, più frustrazione che gioia. Ciò spiega perché ci si chieda in modo assillante se i prezzi del mercato riflettano pienamente i rischi a venire. Negli ultimi giorni sono emersi dubbi rispetto alle valutazioni. Solo il tempo ci dirà se questi dubbi erano fondati.

Gli andamenti nel periodo in esame hanno evidenziato una volta di più quanto i mercati siano diventati dipendenti dalle banche centrali. E la loro sensibilità a ogni decisione e a ogni parola delle banche centrali è emersa con tutta la sua forza, una volta di più, il venerdì della scorsa settimana, quando i mercati sono precipitati e i rendimenti obbligazionari hanno invertito la tendenza a seguito di dichiarazioni che presentavano in modo più sfumato le prospettive del corso futuro della politica monetaria in giurisdizioni chiave. Sta diventando sempre più evidente che le banche centrali sono state gravate di un fardello eccessivo per troppo tempo. Come argomentato dettagliatamente nell'ultima [Relazione annuale della BRI](#), una combinazione delle politiche più equilibrata è essenziale per condurre l'economia mondiale a un'espansione più solida, bilanciata e sostenibile.

Hyun Song Shin

Alla luce dei recenti andamenti dei mercati finanziari, è giusto che tutte le sezioni monografiche di questa edizione della Rassegna affrontino uno degli aspetti dei flussi finanziari mondiali e dei mercati dei capitali, dalle obbligazioni alle valute e al settore bancario.

Negli ultimi giorni, la tranquillità che ha regnato nei mercati finanziari per gran parte dell'estate, quando gli indicatori dei mercati azionari segnalavano una marcata propensione al rischio – un'euforia, perfino – degli operatori, è stata scossa. I prezzi erano a livelli record, mentre la volatilità era prossima ai minimi storici.

Ma a questi segnali di fiducia degli investitori si è affiancata la comparsa di anomalie di mercato normalmente associate a tensioni nei mercati finanziari.

Una di queste anomalie è la violazione della “parità coperta dei tassi di interesse”, una delle leggi più consolidate della finanza internazionale, che afferma che il tasso di interesse implicito nel mercato dei cambi deve coincidere con i tassi di interesse nel mercato monetario. Questa relazione ha cominciato a sfaldarsi durante la Grande Crisi Finanziaria del 2007-2009. Da metà 2014 in poi, il divario fra queste due misure del costo del finanziamento per il dollaro statunitense si è allargato ulteriormente. Gli operatori di mercato che prendono in prestito dollari nei mercati dei cambi dando in garanzia yen o euro, pagano di più, per indebitarsi in dollari, di quello che pagherebbero sul mercato monetario.

La violazione della parità coperta dei tassi di interesse solleva tre interrogativi.

1. Perché negli ultimi mesi il divario si è aperto e allargato?
2. Perché l'arbitraggio dei manuali di economia, in cui qualcuno prende in prestito a un tasso di interesse basso e presta a un tasso di interesse più alto, non chiude questo divario?
3. Il fatto che questa veneranda regola sia stata infranta deve preoccuparci?

Riguardo alla ragione per cui si è aperto il divario, le conclusioni dell'articolo monografico curato da Borio, McCauley, McGuire e Sushko suggeriscono che la divergenza della politica monetaria nelle principali economie avanzate ha giocato un ruolo fondamentale. Le banche, i



fondi pensione e le compagnie di assicurazione del ramo vita nelle economie con tassi bassi o negativi hanno cercato una maggiorazione di rendimento acquistando attività in dollari. La ricerca di rendimento ha assunto le caratteristiche di una “fuga dallo zero”, perché queste istituzioni hanno compresso i rendimenti dei titoli statunitensi, e al contempo i loro sforzi per proteggersi contro il conseguente rischio di cambio hanno allargato la base.

Ancora più sorprendente, forse, è il fatto che questo divario non si sia richiuso nel modo consueto, attraverso l'arbitraggio. La persistenza del divario sembra indicare che le banche e gli altri intermediari finanziari non possiedono capitali sufficienti per effettuare transazioni del genere, o quanto meno attribuiscono così grande importanza alla loro capacità di bilancio da rendere la transazione antieconomica a questi spread. Dal momento che anche gli hedge fund o altre istituzioni non regolamentate fanno affidamento su banche che operano come intermediarie per eseguire strategie di leva, il settore bancario rimane al centro dell'attenzione.

Attualmente, i tassi di interesse bassi stanno mettendo alla prova i modelli di impresa delle banche, ma molte di loro sono ben capitalizzate, con livelli patrimoniali largamente al di sopra di qualsiasi requisito normativo. Il fatto che il divario persista nonostante il buon livello di capitalizzazione sembra indicare che il motivo per cui le banche non si impegnano in queste transazioni non è soltanto la regolamentazione. Gli scostamenti dalla parità coperta dei tassi di interesse sembrano indicare semmai che le banche attribuiscono un valore interno elevato alla capacità di bilancio nelle loro decisioni di allocazione del capitale, forse per via di una visione meno ottimistica delle loro prospettive in un contesto di tassi di interesse bassi, oltre che di una valutazione più approfondita dei rischi potenziali.

Questo ci porta alla terza domanda: dobbiamo preoccuparci? L'articolo non affronta la questione, ma è possibile fare alcune riflessioni. Sebbene la persistenza degli scostamenti dalla parità coperta dei tassi di interesse non costituisca oggetto di preoccupazioni per i responsabili delle politiche, questi ultimi dovrebbero tenerne conto in quanto indicatore del funzionamento del settore bancario. Se le banche fanno così tanto affidamento sulla capacità di bilancio ora che le condizioni del contesto finanziario sono fondamentalmente tranquille, cosa succederà quando aumenterà la volatilità? Se le banche reagiranno alla ripresa della volatilità riducendo la sua attività di intermediazione, com'è successo durante la crisi del 2007-2009, potrebbero finire per amplificare gli shock, invece di assorbirli. Per questa ragione, sarebbe importante continuare a monitorare da vicino questo angolo prima piuttosto esoterico del mercato dei cambi.

Per concludere, vorrei soffermarmi sugli altri articoli pubblicati in questa edizione della Rassegna trimestrale BRI. Stiamo usando questa occasione per allargare la nostra offerta statistica in cinque aree fondamentali, e stiamo pubblicando una guida. I cinque nuovi insiemi di dati sono:

- Riguardo alle nostre statistiche bancarie, proponiamo una scomposizione più dettagliata per tipo di controparte nelle statistiche bancarie su base locale (posizioni transfrontaliere fino a 29 paesi, verso controparti fino a 200 paesi).
- Serie temporali sui gap credito/Pil (43 paesi, partendo dal 1961).
- Indicatori dei prezzi degli immobili commerciali (25 serie per 10 giurisdizioni).
- Serie storiche sui prezzi al consumo (60 paesi per una media di 55 anni, anche se in alcuni casi si risale indietro di 100 anni o più).
- Dati quotidiani sui tassi di cambio effettivi nominali (61 paesi).

Ho già menzionato la sezione monografica curata da Borio, McCauley, McGuire e Sushko sulla violazione della parità coperta del tasso di interesse. Ora mi soffermerò brevemente sugli altri articoli di questa edizione della Rassegna trimestrale BRI.



L'articolo sugli interventi nei mercati dei cambi nelle economie di mercato emergenti (EME), a cura di Domanski, Kohlscheen e Moreno, studia come le banche centrali delle EME si siano adattate alle nuove realtà. Gli interventi valutari a volte sono raffigurati come sforzi per mantenere bassi i corsi della valuta e acquisire un vantaggio competitivo, ma gli autori osservano che ormai questi interventi sono finalizzati soprattutto ad attenuare gli effetti degli shock finanziari. Questo comporta conseguenze anche sul piano degli strumenti utilizzati: fra di essi, oltre agli acquisti a pronti, anche forwards, opzioni e swap. L'evoluzione del ruolo delle banche centrali riflette in parte la forte crescita delle emissioni da parte di prenditori privati delle EME (come descritto nel già citato articolo di Serena e Moreno), che crea impegni ed esposizioni che le banche centrali dovranno affrontare nel momento in cui i flussi di capitali si invertiranno.

L'articolo di Serena e Moreno sui mercati obbligazionari offshore prende in esame l'emissione di obbligazioni offshore da parte di imprese dei mercati emergenti. I risultati di questa analisi fanno luce sulle motivazioni che spingono a effettuare questo tipo di emissioni. Emettendo obbligazioni al di fuori dei confini nazionali, le imprese dei mercati emergenti possono sormontare l'ostacolo dell'inadeguato sviluppo dei mercati interni; inoltre negli ultimi anni le condizioni di liquidità globale hanno permesso a molte imprese di accedere ai mercati obbligazionari a basso costo. Ma c'è anche un risvolto della medaglia. I proventi dell'emissione di obbligazioni vengono parcheggiati in attività finanziarie in patria (una possibile forma di *carry trade*), e ciò potrebbe porre problemi per la stabilità finanziaria se queste posizioni dovessero essere liquidate in situazioni di tensione.

La sezione monografica dedicata al credito bancario transfrontaliero denominato in euro, a cura di Avdijev, Subelyte e Takáts, esamina l'impatto del programma di acquisto di titoli della BCE sul credito transfrontaliero in euro. Gli autori osservano che il credito in euro è cresciuto fra quelle coppie di paesi dove una quota più alta del credito transfrontaliero era già denominata in euro, a prescindere se i paesi in questione facevano parte o meno dell'area dell'euro. Riscontrano lo schema tipico di una valuta internazionale in cui un deprezzamento è associato a un incremento del credito transfrontaliero in quella divisa. L'euro sta acquisendo sempre più le caratteristiche di una valuta di finanziamento internazionale, lo stesso ruolo che assunse il dollaro molti decenni addietro.