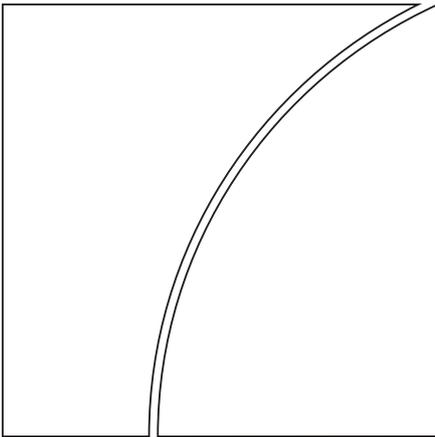




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



## **85<sup>a</sup> Relazione annuale**

1° aprile 2014–31 marzo 2015

Basilea, 28 giugno 2015



Disponibile sul sito internet della BRI ([www.bis.org/publ/arpdf/ar2015\\_it.htm](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015_it.htm)).

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2015. Tutti i diritti riservati.  
Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo,  
purché sia citata la fonte.*

ISSN 1682-7732 (online)

ISBN 978-92-9197-118-3 (online)

## Indice

Lettera di presentazione .....	1
Presentazione dei capitoli a contenuto economico .....	3
I. Se l'impensabile diventa ordinario.....	7
L'economia mondiale: dove si trova e dove potrebbe dirigersi .....	9
Uno sguardo al passato: l'evoluzione recente .....	9
Uno sguardo al futuro: rischi e tensioni .....	11
Le cause di fondo .....	14
Idee e prospettive .....	14
L'elasticità finanziaria eccessiva .....	17
Perché i tassi di interesse sono così bassi? .....	19
Implicazioni di policy.....	21
Adeguamento dei quadri di riferimento delle politiche .....	21
Cosa fare ora? .....	25
Conclusioni.....	26
II. I mercati finanziari ancora dipendenti dalle banche centrali.....	29
L'allentamento monetario continua, ma le prospettive divergono .....	30
I rendimenti obbligazionari scendono in territorio negativo.....	35
L'aumento della volatilità sposta i riflettori sulla liquidità di mercato .....	40
I crescenti collegamenti fra mercati delle materie prime e mercati finanziari .....	44
Riquadro II.A - Il prezzo del petrolio: fisico o finanziario? .....	48
Riquadro II.B - Cosa determina i comovimenti fra il prezzo del petrolio e il dollaro? .....	50
III. Dalla sfera finanziaria alla sfera reale .....	53
I cambiamenti nei profili di crescita .....	53
La crescita e il ciclo finanziario nelle economie avanzate .....	57
L'allocazione distorta delle risorse dovuta ai boom creditizi soffoca la produttività .....	58
L'elevato debito pubblico riduce la crescita, e l'invecchiamento demografico peggiora il quadro.....	59
Quanto sono solide le EME? .....	60
Rischio di delusione.....	61
Vulnerabilità finanziarie .....	64
Linee di difesa .....	67
Contagio finanziario e reale .....	69

Riquadro III.A - I cicli finanziari e l'economia reale.....	71
Riquadro III.B - Boom finanziari e distorsioni nell'allocazione del lavoro .....	73
IV. Ancora un anno di politica monetaria accomodante.....	75
Andamenti recenti della politica monetaria .....	75
Cosa determina l'inflazione? .....	80
Determinanti immediate .....	80
Determinanti cicliche .....	82
Determinanti secolari.....	84
Integrare le considerazioni di stabilità finanziaria nei quadri di riferimento della politica monetaria .....	86
Riquadro IV.A - Politica monetaria e politica macroprudenziale: complementari o succedanee? .....	92
Riquadro IV.B - La trasmissione della politica monetaria al prodotto, al credito e ai prezzi delle attività .....	94
Riquadro IV.C - Misurazione del prodotto potenziale attraverso le informazioni sul ciclo finanziario .....	96
V. Il sistema monetario e finanziario internazionale.....	99
Il sistema monetario e finanziario internazionale: principali elementi e debolezze.....	100
Principali elementi .....	100
Interazione fra i regimi monetari domestici .....	101
Interazione fra i regimi finanziari .....	106
Timori attuali .....	109
Limiti e prospettive del coordinamento internazionale delle politiche.....	110
Riquadro V.A - Mappatura delle zone del dollaro e dell'euro .....	113
Riquadro V.B - La liquidità globale e gli aggregati del credito mondiale .....	115
Riquadro V.C - Gli effetti di propagazione internazionale.....	117
Riquadro V.D - Effetti di valutazione dell'apprezzamento del dollaro.....	119
Riquadro V.E - Consolidamento della posizione sull'estero degli Stati Uniti.....	121
VI. Rischi vecchi e nuovi nel panorama finanziario.....	123
Banche: le sfide provocate o mascherate dalle percezioni del mercato .....	124
Risultati reddituali e iniziative per ricostituire la solidità finanziaria.....	124
Sfide e rischi a venire.....	127
Compagnie di assicurazione: alle prese con i venti contrari dei bassi tassi di interesse .....	129
Fondi pensione: disavanzi crescenti.....	132
Dopo la crisi i rischi nel sistema finanziario sono cambiati .....	134
Riquadro VI.A - Market-making in calo: cause e conseguenze .....	138

Riquadro VI.B - I rischi della finanza strutturata e la risposta della regolamentazione.....	140
Riquadro VI.C - Capacità di assorbimento delle perdite delle banche in caso di risoluzione.....	142
Riquadro VI.D - Politica monetaria e redditività delle banche .....	144
Riquadro VI.E - Trattamento prudenziale delle esposizioni nei confronti di soggetti sovrani: verso una maggiore sensibilità al rischio.....	146
Allegato statistico .....	149
Organigramma della BRI al 31 marzo 2015 .....	154
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari.....	155
I programmi di incontri e il Processo di Basilea .....	155
Gli incontri bimestrali e le altre consultazioni periodiche.....	155
Il Processo di Basilea.....	157
Attività dei comitati ospitati dalla BRI e dell'ISF.....	159
Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.....	159
Comitato sul sistema finanziario globale.....	165
Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato.....	166
Comitato sui mercati.....	168
Central Bank Governance Group.....	169
Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics.....	169
Istituto per la stabilità finanziaria.....	170
Attività delle associazioni ospitate dalla BRI.....	172
Financial Stability Board.....	172
Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi .....	177
Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa.....	178
Analisi economica, ricerca e statistiche.....	180
Analisi e ricerca nell'ambito del Processo di Basilea .....	181
Temi di ricerca .....	181
Iniziative statistiche in ambito internazionale.....	182
Partecipazione ad altre iniziative di banche centrali .....	183
Servizi finanziari.....	184
Gamma dei servizi offerti .....	184
Uffici di rappresentanza .....	185
Ufficio asiatico .....	186
Ufficio per le Americhe.....	187
Governance e amministrazione della BRI .....	188
Banche centrali membri della BRI.....	188

Assemblea generale delle banche centrali membri .....	189
Consiglio di amministrazione.....	189
Consiglio di amministrazione .....	190
Direzione.....	190
Attività e risultati finanziari.....	193
Il bilancio della Banca .....	193
Redditività .....	194
Allocazione e distribuzione degli utili .....	195
Dividendo proposto .....	195
Ripartizione proposta dell'utile netto per il 2014/15.....	195
Rappresentazione grafica degli ultimi cinque esercizi finanziari .....	196
Revisore indipendente .....	197

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 17 e il 19 giugno 2015 e si basano sui dati disponibili fino al 29 maggio 2015.

## Convenzioni adottate in questa Relazione

s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
p.p.	punti percentuali
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

Con il termine “paese” si intendono nella presente pubblicazione gli enti territoriali, compresi quelli che non sono Stati sovrani ai sensi del diritto e della prassi internazionali, per i quali vengono mantenute statistiche separate e indipendenti.

# 85<sup>a</sup> Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria  
della Banca dei Regolamenti Internazionali  
tenuta in Basilea il 28 giugno 2015*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare l'85<sup>a</sup> Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2015.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 542,9 milioni, a fronte di DSP 419,3 milioni nell'esercizio precedente. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2014/15 sono riportati nella sezione "Attività e risultati finanziari" alle pagine 193-195.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 125,6 milioni al versamento di un dividendo di DSP 225 per azione, pagabile in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo oppure in franchi svizzeri.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 20,9 milioni al Fondo di riserva generale e i restanti DSP 396,4 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2014/15 sarà pagabile agli azionisti il 2 luglio 2015.

Basilea, 19 giugno 2015

JAIME CARUANA  
Direttore generale



# Presentazione dei capitoli a contenuto economico

## I. Se l'impensabile diventa ordinario

Globalmente i tassi di interesse risultano straordinariamente bassi da un periodo eccezionalmente lungo, in termini sia nominali sia depurati dall'inflazione, e in base a qualsiasi parametro. Il livello così basso dei tassi di interesse è il sintomo più evidente del malessere generale che affligge l'economia mondiale: l'espansione economica è sbilanciata, gli oneri debitori e i rischi finanziari sono ancora troppo elevati, la crescita della produttività è troppo bassa e lo spazio di manovra delle politiche macroeconomiche troppo limitato. Vi è il rischio che l'impensabile diventi ordinario e venga percepito come la nuova normalità.

Questo malessere si è dimostrato oltremodo difficile da comprendere. Il capitolo sostiene che esso riflette in larga misura l'incapacità di venire a termini con i boom e i bust finanziari, che lasciano profonde cicatrici nel tessuto economico. A lungo termine si corre il rischio che si radichi l'instabilità e la debolezza diventi cronica. Questa situazione ha una dimensione sia interna sia internazionale. I regimi interni di politica economica si sono focalizzati quasi esclusivamente sulla stabilizzazione a breve termine del prodotto e dell'inflazione, perdendo di vista i cicli finanziari, più lenti ma anche più onerosi. E il sistema monetario e finanziario internazionale ha fatto sì che le condizioni monetarie e finanziarie distese delle economie principali si trasmettessero ad altre economie per effetto delle pressioni sui tassi di cambio e sui flussi di capitali, favorendo la formazione di vulnerabilità finanziarie. I vantaggi conseguiti nel breve periodo rischiano di provocare danni a lungo termine.

Per affrontare queste carenze occorre un triplo ribilanciamento nell'impostazione delle politiche interne e internazionali: da interventi illusori di aggiustamento macroeconomico di breve periodo verso strategie di medio periodo; da un'attenzione spropositata agli andamenti a breve del prodotto e dell'inflazione verso una risposta più sistematica ai cicli finanziari, per loro natura più lenti; da una visione riduttiva per cui basta mantenere in ordine la propria casa, verso una visione globale che riconosca i costi dell'interazione fra politiche orientate esclusivamente all'interno. In questo processo di ribilanciamento sarà essenziale affidarsi meno alle politiche di gestione della domanda e più a quelle strutturali, con l'obiettivo di abbandonare il modello di crescita trainata dal debito che ha agito da surrogato politico e sociale di riforme orientate all'aumento della produttività. L'opportunità offerta dalla flessione dei corsi petroliferi non va sprecata. Da troppo tempo ormai la politica monetaria è stata sovraccaricata. Essa deve essere parte della soluzione, ma non può essere l'unica soluzione. Non si dovrebbe permettere che l'impensabile diventi ordinario.

## II. I mercati finanziari internazionali ancora dipendenti dalle banche centrali

Nell'anno trascorso le politiche monetarie accomodanti hanno continuato a sostenere i prezzi nei mercati mondiali delle attività, mentre le aspettative divergenti riguardo alle politiche della Federal Reserve e della BCE hanno spinto il dollaro e l'euro in direzioni opposte. Parallelamente all'impennata del dollaro, i corsi del petrolio hanno segnato una drastica flessione, sotto l'effetto combinato delle attese su produzione e consumi, degli atteggiamenti nei confronti del rischio e delle condizioni finanziarie. I rendimenti dei titoli di debito nelle economie avanzate hanno continuato a calare durante buona parte del periodo, e molti mercati obbligazionari sono entrati in territorio inesplorato allorché i rendimenti nominali sono scesi al disotto dello zero, rispecchiando il calo dei premi a termine e dei tassi ufficiali attesi. Gli episodi sempre più frequenti di volatilità e le indicazioni di una ridotta liquidità hanno messo in luce la fragilità dei mercati, per altri aspetti vigorosi. Questi segnali si sono manifestati forse con maggiore evidenza nei mercati del reddito fisso, dove l'attività dei market-maker si è ridimensionata, concentrandosi in misura crescente sui titoli più liquidi. Con il subentrare di altre categorie di operatori, come gli asset manager, è aumentato il rischio di "illusione di liquidità", per cui la liquidità di mercato può apparire abbondante in tempi normali, ma evapora rapidamente in situazioni di stress.

## III. Dalla sfera finanziaria alla sfera reale

Il crollo dei corsi petroliferi e l'impennata del dollaro USA hanno avuto un ruolo di primo piano per l'attività mondiale nell'anno in rassegna. Questi due importanti cambiamenti, intervenuti in mercati chiave, hanno colto le economie a stadi diversi dei rispettivi cicli economici e finanziari. Nelle economie avanzate è proseguita la fase ascendente della congiuntura, e la crescita è tornata a fare capolino anche in vari paesi dell'area dell'euro colpiti dalla crisi. Parallelamente, in alcune delle economie più danneggiate dalla Grande Crisi Finanziaria sta giungendo a termine la fase discendente del ciclo finanziario. Le distorsioni allocative connesse al boom finanziario pre-crisi, tuttavia, continuano a frenare la crescita della produttività. Altri paesi meno colpiti dalla crisi, in particolare molte EME, sono alle prese con un ordine diverso di problematiche. Il cambiamento delle condizioni internazionali ha coinciso con un indebolimento della crescita del prodotto e con picchi dei cicli finanziari interni. Vi è il pericolo che nelle EME il rallentamento della crescita faccia emergere vulnerabilità finanziarie. Una migliore gestione macroeconomica e strutture finanziarie più robuste, compreso l'allungamento delle scadenze del debito e una minore esposizione al rischio valutario, hanno accresciuto la resilienza di queste economie. Ma l'ammontare complessivo di debito è aumentato, e lo spostamento dell'attività di finanziamento dalle banche ai mercati dei capitali potrebbe comportare nuovi rischi.

## IV. Ancora un anno di accomodamento monetario

La politica monetaria ha continuato a essere eccezionalmente accomodante. Molte autorità hanno optato per un allentamento o un rinvio dell'inasprimento. Alcune banche centrali hanno affiancato a tassi già bassissimi programmi di acquisti su larga scala di attività finanziarie. Nelle principali economie avanzate le banche centrali hanno seguito traiettorie alquanto divergenti, ma tutte hanno continuato a temere i pericoli di un'inflazione ampiamente al disotto dell'obiettivo. In gran parte delle altre economie i tassi di inflazione si sono allontanati dagli obiettivi, risultando sorprendentemente bassi o elevati. Lo scostamento dell'inflazione dai livelli attesi e le incertezze circa le cause di variazione dei prezzi sottolineano il carattere lacunoso delle conoscenze del processo inflativo, in particolare per quanto riguarda le sue determinanti di medio e lungo periodo. Al tempo stesso, i segnali di crescenti squilibri finanziari in tutto il mondo evidenziano i rischi delle politiche monetarie accomodanti. La persistenza di queste politiche dalla crisi solleva interrogativi sull'adeguatezza degli attuali quadri di riferimento della politica monetaria e induce a credere che la sfida più importante consista nel risolvere le tensioni fra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria. A tal fine, occorre in particolare che i quadri di riferimento della politica monetaria tengano conto in maniera più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria.

## V. Il sistema monetario e finanziario internazionale

Da tempo si dibatte su quale sia la configurazione ottimale degli assetti monetari e finanziari internazionali per l'economia mondiale. Un importante difetto del sistema attuale è che tende ad aumentare il rischio di squilibri finanziari, portando a cicli di boom e bust del credito e dei prezzi delle attività che comportano gravi conseguenze macroeconomiche. Tali squilibri si verificano spesso simultaneamente in più paesi, traendo vigore da effetti di propagazione internazionale di vario tipo. L'impiego internazionale del dollaro e dell'euro fa sì che le condizioni monetarie influiscano sui debitori ben al di là dei confini delle rispettive economie di emissione. Molti paesi importano inoltre le condizioni monetarie quando definiscono i tassi ufficiali in modo da limitare i differenziali di tasso di interesse e le oscillazioni della propria moneta nei confronti delle valute principali. L'integrazione dei mercati finanziari a livello internazionale tende a rafforzare queste dinamiche, poiché fattori comuni e un prezzo unico del rischio sono alla base, rispettivamente, dei flussi di capitali e dei movimenti dei corsi obbligazionari e azionari. L'attuazione di politiche volte a mettere ordine in casa propria attraverso la gestione dei cicli finanziari servirebbe anche a contenere gli effetti di propagazione internazionale. Le banche centrali dovrebbero inoltre internalizzare meglio tali effetti, non da ultimo per evitare che si ripercuotano a loro volta sulle rispettive economie. Muovere al di là del perseguimento illuminato del proprio interesse richiederebbe uno sforzo di cooperazione internazionale per fissare regole che vincolino le politiche interne.

## VI. Rischi vecchi e nuovi nel panorama finanziario

Di fronte alla persistenza di tassi di interesse bassi nelle economie avanzate, si è verificata un'evoluzione dei rischi nel sistema finanziario. Malgrado i considerevoli sforzi compiuti per rafforzare le posizioni patrimoniali e di liquidità, le banche nelle economie avanzate sono ancora oggetto di scetticismo da parte dei mercati. Di conseguenza, esse hanno perso parte del loro tradizionale vantaggio in termini di provvista sui potenziali clienti. Ciò si aggiunge alle difficoltà derivanti dalla graduale erosione del reddito da interessi e dalla crescente esposizione delle banche al rischio di tasso di interesse, che potrebbero col tempo indebolire la loro capacità di resilienza. Le banche nelle EME, al contrario, hanno finora beneficiato dell'ottimismo dei mercati, sullo sfondo di condizioni molto positive che potrebbero mascherare l'accumulazione di squilibri finanziari. Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione, dal canto loro, hanno dovuto fare i conti con una dilatazione delle passività e una bassa redditività degli attivi. I disallineamenti fra attivo e passivo stanno indebolendo gli investitori istituzionali e minacciano di ripercuotersi sull'economia reale. Mentre tali investitori scaricano i rischi sulla clientela e le banche ridimensionano l'attività tradizionale di intermediazione, sta crescendo la rilevanza degli asset manager. Le autorità di regolamentazione stanno seguendo attentamente le implicazioni di questa espansione per la stabilità finanziaria.

## I. Se l'impensabile diventa ordinario

I tassi di interesse non sono mai stati così bassi così a lungo (grafico I.1). Sono bassi in termini nominali e in termini reali (depurati dall'inflazione), e sono bassi in base a qualsiasi parametro. Fra dicembre 2014 e fine maggio 2015, in media, \$2 000 miliardi circa di titoli pubblici a lungo termine, in gran parte di prenditori sovrani dell'area dell'euro, venivano scambiati con rendimenti *negativi*. Al loro punto di minimo i rendimenti sovrani francesi, tedeschi e svizzeri risultavano negativi su tutte le scadenze fino a, rispettivamente, cinque, nove e 15 anni. Questa situazione non ha precedenti. I tassi ufficiali sono addirittura calati rispetto al culmine della Grande Crisi Finanziaria, in termini sia nominali sia reali. In termini reali, essi sono negativi da un periodo ormai più lungo di quanto lo siano stati durante la Grande Inflazione degli anni settanta. Eppure, per quanto eccezionale sia questa situazione, molti si attendono che prosegua. Vi è qualcosa di profondamente inquietante quando l'impensabile minaccia di diventare ordinario.

Il basso livello dei tassi è soltanto il sintomo più evidente di un malessere generale, che persiste malgrado i progressi compiuti dalla crisi. La crescita economica mondiale sarà pure non lontana dalle medie storiche, ma resta sbilanciata. Gli oneri debitori sono ancora elevati, e spesso in crescita, in relazione al prodotto e ai redditi. Le economie colpite da una recessione patrimoniale stentano ancora a tornare a un'espansione sana. Varie altre economie evidenziano segnali di squilibri finanziari, sotto forma di aumenti vigorosi del credito e dei prezzi delle attività, pur in assenza di pressioni inflazionistiche. La politica monetaria si è fatta carico di una parte fin troppo grande dell'onere di stimolare il prodotto. Allo stesso tempo, la crescita della produttività ha continuato a flettere.

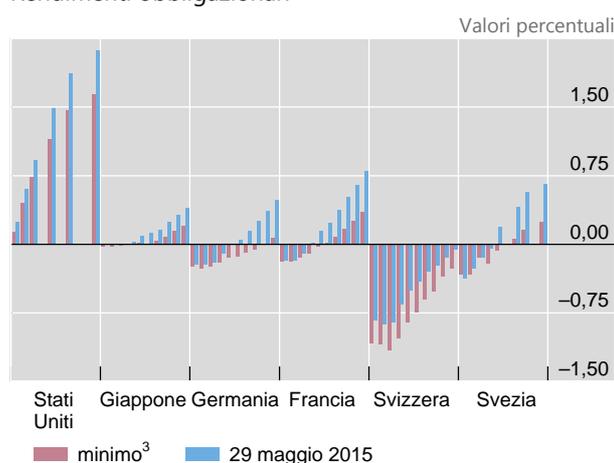
Il livello dei tassi di interesse è eccezionalmente e persistentemente basso

Grafico I.1

Tassi ufficiali reali nelle economie del G3<sup>1</sup>



Rendimenti obbligazionari<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia. Medie ponderate di area dell'euro (Germania), Giappone e Stati Uniti, costruite utilizzando pesi mobili di PIL e PPA. <sup>2</sup> Rendimento a scadenza; per ciascun paese, le barre rappresentano le scadenze da uno a 10 anni. <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti, 30 gennaio 2015; per il Giappone, 19 gennaio 2015; per la Germania, 20 aprile 2015; per la Francia, 15 aprile 2015; per la Svizzera, 23 gennaio 2015; per la Svezia, 17 aprile 2015.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Tale malessere si è dimostrato oltremodo difficile da capire. Il dibattito è rovente. Muovendo dall'analisi dello scorso anno, questa Relazione annuale offre una chiave per interpretare ciò che sta succedendo. Lo fa concentrando sui fattori finanziari, di medio periodo e internazionali, in opposizione alla prospettiva dominante, maggiormente incentrata sui fattori reali, di breve periodo e interni.

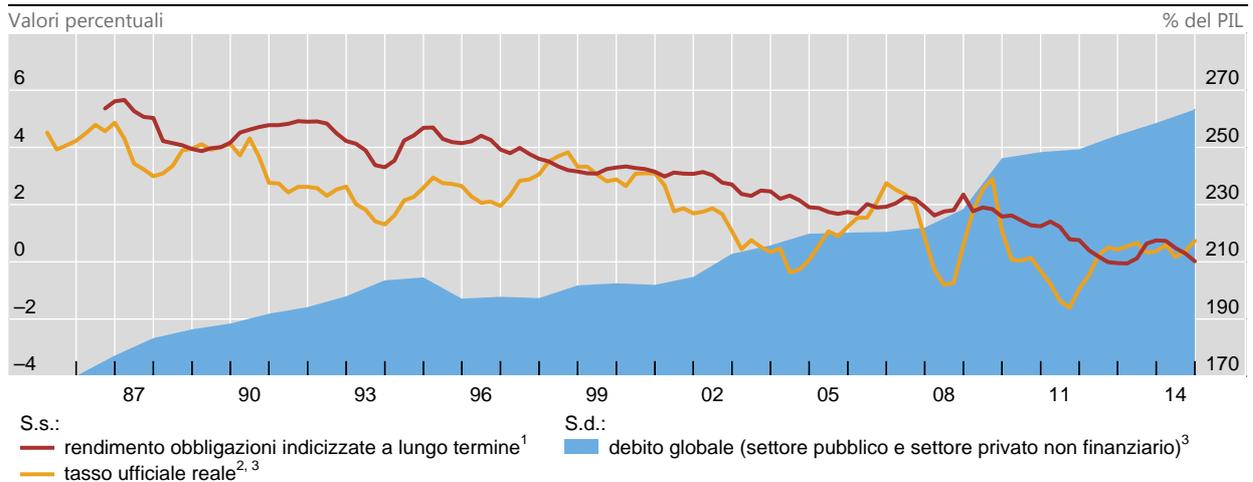
Sosteniamo qui che l'attuale malessere potrebbe riflettere in misura considerevole la scarsa comprensione di come gli andamenti finanziari interagiscono con il prodotto e l'inflazione in un'economia globalizzata. Da qualche tempo ormai, tanto nelle economie avanzate quanto nelle economie emergenti (EME), le politiche economiche si sono dimostrate inefficaci nel prevenire la formazione e il tracollo di squilibri finanziari estremamente dannosi, che hanno lasciato profonde cicatrici nel tessuto economico, indebolendo la produttività e distorcendo l'allocazione settoriale e temporale delle risorse reali.

La chiave di interpretazione qui proposta suggerisce che il livello così basso dei tassi di interesse prevalso così a lungo potrebbe non essere quello "di equilibrio", propizio a un'espansione mondiale sostenibile ed equilibrata. Anziché un semplice sintomo dell'attuale debolezza, esso ne sarebbe una delle concause, avendo alimentato onerosi cicli finanziari di boom e bust. Le conseguenze sono un debito eccessivo, una crescita insufficiente e tassi di interesse troppo bassi (grafico I.2). In sintesi, il basso livello dei tassi tende a perpetuarsi.

Questa situazione ha una dimensione sia nazionale sia internazionale. I regimi nazionali di politica economica si sono focalizzati quasi esclusivamente sulla stabilizzazione a breve termine del prodotto e dell'inflazione, perdendo di vista i cicli finanziari, più lenti ma anche più onerosi. E il sistema monetario e finanziario internazionale ha acuito queste lacune. Ciò si è fatto particolarmente evidente dopo la crisi. La politica monetaria nelle economie principali ha spinto forte sull'acceleratore, senza ottenere tuttavia una trazione sufficiente, mentre le pressioni sui tassi di cambio e sui flussi di capitali hanno esteso l'allentamento delle condizioni monetarie e finanziarie a paesi che non ne avevano bisogno,

## I tassi di interesse sprofondano, il debito lievita

Grafico I.2



<sup>1</sup> Dal 1998, media ponderata di Francia, Regno Unito e Stati Uniti; per il periodo precedente, solo Regno Unito. <sup>2</sup> Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. <sup>3</sup> Aggregato basato sulle medie ponderate delle economie del G7 più la Cina, costruite utilizzando pesi mobili di PIL e PPA.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

alimentando la formazione di vulnerabilità finanziarie. Un'importante manifestazione di ciò è la forte espansione del credito in dollari USA nelle EME, soprattutto attraverso i mercati dei capitali. La propensione del sistema all'allentamento e all'espansione nel breve periodo rischia di avere esiti contrattivi nel più lungo periodo, al momento della correzione degli squilibri finanziari.

La risposta corretta è di difficile attuazione. Il mix specifico delle politiche dipende dai paesi, ma in generale ciò che occorre è un triplo ribilanciamento nell'impostazione delle politiche nazionali e internazionali: da interventi illusori di aggiustamento macroeconomico di breve periodo verso strategie di medio periodo; da un'attenzione spropositata agli andamenti a breve del prodotto e dell'inflazione verso una risposta più sistematica ai cicli finanziari, per loro natura più lenti; da una visione riduttiva per cui basta mantenere in ordine la propria casa, verso una visione globale che riconosca i costi dell'interazione fra politiche orientate esclusivamente all'interno.

In questo processo di ribilanciamento sarà essenziale affidarsi meno alle politiche di gestione della domanda e più a quelle strutturali, con l'obiettivo di abbandonare il modello di crescita trainata dal debito che ha agito da surrogato politico e sociale di riforme orientate all'aumento della produttività. L'opportunità offerta dalla flessione dei corsi petroliferi non va sprecata. La politica monetaria, sovraccaricata ormai da troppo tempo, deve essere parte della soluzione, non l'unica soluzione.

Il resto del capitolo scava ulteriormente all'interno del problema per cercare di far emergere una possibile soluzione. La prima sezione passa in rassegna l'evoluzione dell'economia mondiale nell'anno trascorso e valuta le prospettive e i rischi a venire. La seconda propone la chiave con cui interpretare le forze che hanno plasmato, e continueranno a plasmare, tale evoluzione. La terza considera le implicazioni sul piano delle politiche.

## L'economia mondiale: dove si trova e dove potrebbe dirigersi

### Uno sguardo al passato: l'evoluzione recente

Dove avevamo lasciato l'economia mondiale a questa epoca lo scorso anno? La crescita del prodotto non era lontana dalla media storica; le economie avanzate (EA) stavano acquistando slancio, le EME lo stavano in parte perdendo. A eccezione di poche EME, l'inflazione era bassa e, in alcuni casi degni di nota, inferiore all'obiettivo della banca centrale. La modesta assunzione di rischio nell'economia reale contrastava con quella aggressiva nei mercati finanziari: investimenti anemici coesistevano con prezzi vigorosi delle attività e una volatilità insolitamente bassa. L'andamento dei mercati sembrava dipendere dallo straordinario accomodamento monetario: gli indici azionari e obbligazionari rispondevano alla minima parola o azione dei banchieri centrali. Mentre i bilanci delle banche nelle economie colpite dalla crisi si riprendevano lentamente, esplodevano i finanziamenti nei mercati dei capitali. I bilanci del settore privato non finanziario si muovevano lungo una chiara linea di demarcazione: nei paesi colpiti dalla crisi l'indebitamento del settore si stava riducendo, a ritmi diversi ma perlopiù contenuti; altrove esso stava aumentando, spesso a ritmi inquietanti. La politica di bilancio si trovava generalmente in difficoltà:

i rapporti debito/PIL continuavano ad aumentare nonostante gli sforzi di risanamento di diverse EA. Di conseguenza, il debito globale del settore privato e di quello pubblico stava aumentando in rapporto al PIL. La politica monetaria si trovava a spingersi oltre quelli che, all'epoca, si credeva fossero i suoi limiti.

Da allora sono intervenuti due importanti sviluppi. In primo luogo, sono calati drasticamente i corsi del petrolio, e in misura minore quelli di altre materie prime. La flessione del 60% circa registrata dal greggio fra il luglio 2014 e il marzo 2015 è la terza in ordine di grandezza degli ultimi cinquant'anni, dopo quelle successive al fallimento di Lehman Brothers e alla spaccatura del cartello OPEC nel 1985. Da marzo i corsi petroliferi hanno recuperato solo parte del terreno perduto. In secondo luogo, si è fortemente apprezzato il dollaro USA. Il tasso di cambio del dollaro ponderato su base commerciale è salito di circa il 15%, uno degli apprezzamenti più marcati in un periodo di tempo analogo. L'ascesa è stata particolarmente pronunciata nei confronti dell'euro.

Molte parole si sono spese sui prezzi del petrolio. Ma anche questi prezzi, come quelli di qualunque attività, sono determinati dalla combinazione di aspettative di mercato sulla produzione e sui consumi futuri, atteggiamenti nei confronti del rischio e condizioni di finanziamento (Capitolo II). Nel caso recente ha avuto un ruolo determinante la presa di coscienza che l'OPEC si sarebbe concentrata sulla quota di mercato e non avrebbe più limitato la produzione come in passato, un vero cambiamento nelle regole del gioco. Questa spiegazione si confà meglio ai tempi e alla repentinità del calo rispetto ai timori di un indebolimento della domanda mondiale. In aggiunta, potrebbe essere entrata in gioco anche l'attività di copertura tramite derivati da parte di singoli produttori altamente indebitati.

Quali che ne siano le cause, la flessione dei prezzi del petrolio ha già impresso, e continuerà a imprimere, un benefico slancio all'economia mondiale (Capitolo III). Il calo del prezzo di un input fondamentale della produzione mondiale non potrà che avere un effetto espansivo. Tanto più laddove non rifletta un calo della domanda. Ciò nondimeno, vi saranno ovviamente vincitori e perdenti, e l'interazione delle dinamiche dei corsi petroliferi con le vulnerabilità finanziarie andrà seguita con attenzione (cfr. infra).

Il brusco apprezzamento del dollaro ha cause molteplici ed effetti incerti. Esso è iniziato allorché si sono consolidate le aspettative di divergenza fra le condizioni macroeconomiche e di politica monetaria, per cui le attività in dollari USA sono parse relativamente più attraenti. Si è poi radicato quando la BCE ha sorpreso i mercati con il suo programma di acquisti su larga scala di attività finanziarie. L'impatto dell'apprezzamento attraverso gli scambi commerciali è di natura prevalentemente redistributiva, ma va accolto con favore nella misura in cui ha spostato l'impulso di crescita dalle economie più forti a quelle più deboli. In ultima istanza, tuttavia, l'impatto dipenderà dall'impronta che l'apprezzamento lascerà sulle vulnerabilità finanziarie e da come le politiche, non da ultimo quelle monetarie, reagiranno a loro volta alle oscillazioni dei cambi. A questo riguardo, l'ampiezza dello stock di debito in dollari detenuto dai residenti al di fuori degli Stati Uniti avrà un ruolo chiave (cfr. infra).

Insieme, la flessione del prezzo del petrolio e l'apprezzamento del dollaro contribuiscono a spiegare, e in parte riflettono, l'ulteriore calo dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. Contribuiscono a spiegarlo nella misura in cui il ribasso del petrolio ha intensificato le pressioni disinflazionistiche a livello mondiale. E lo riflettono nella misura in cui la politica monetaria eccezionalmente accomodante di alcune giurisdizioni induce all'allentamento altrove. Basti pensare alla decisione

della Banca nazionale svizzera o della banca centrale danese di mettere alla prova i limiti dei tassi di interesse negativi allorché i rispettivi tassi di cambio sono stati investiti da enormi pressioni.

Dove si trova oggi l'economia internazionale? A prima vista, forse non lontano da dove l'avevamo lasciata un anno fa. La crescita mondiale non è pressoché variata, ed è proseguita la rotazione dalle EME alle EA. L'inflazione è leggermente più bassa, in particolare per fattori positivi e temporanei dal lato dell'offerta (Capitolo IV). I mercati finanziari mandano segnali contrastanti: la volatilità si è in parte normalizzata e l'assunzione di rischio nei mercati del debito societario ha rallentato il passo, specialmente nelle EME. Eppure i corsi azionari si sono ulteriormente impennati e i mercati sembrano ancora pendere dalle labbra delle banche centrali (Capitolo II). La normalizzazione della politica monetaria statunitense appare più vicina, ma i suoi tempi restano incerti. Le condizioni di salute delle banche sono migliorate, ma permangono dubbi, che alimentano ulteriormente l'attività di finanziamento tramite i mercati dei capitali (Capitolo VI). I bilanci del settore privato hanno proseguito sulla stessa strada: in alcuni paesi il debito è diminuito, in altri è cresciuto, ma nel complesso poco è cambiato (Capitolo III).

A guardare bene, tuttavia, i rischi e le tensioni di medio periodo sono cresciuti, come c'era da aspettarsi essendo prevalso un modello sbagliato di crescita trainata dal debito. È a questi rischi e tensioni che rivolgiamo ora l'attenzione.

## Uno sguardo al futuro: rischi e tensioni

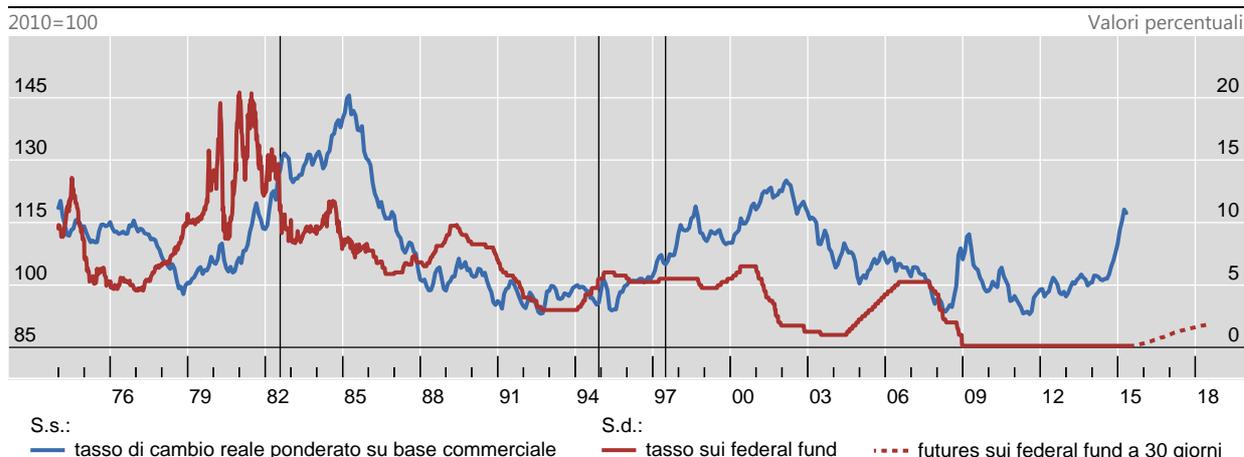
Al fine di comprendere i principali rischi di medio periodo è utile suddividere i paesi tra quelli che sono stati colpiti pesantemente dalla Grande Crisi Finanziaria e quelli che lo sono stati meno. E ciò perché, a distanza di quasi dieci anni, la crisi continua a gettare un'ombra lunga sul presente (Capitolo III).

Nei paesi meno colpiti dalla crisi il rischio principale è che i cicli finanziari interni raggiungano il picco, spesso in presenza di vulnerabilità esterne. Questo gruppo comprende alcune EA, in particolare gli esportatori di materie prime, e molte EME, in particolare alcune delle maggiori. In tali economie il protrarsi di boom interni del credito ha spinto su nuovi massimi il debito del settore privato in relazione al PIL, spesso parallelamente a forti aumenti dei prezzi immobiliari. In diversi paesi, come in passato, sono entrate in gioco anche le fonti esterne di espansione del credito, specie in moneta estera. Ad esempio, il credito in dollari USA ai prenditori non bancari delle EME è quasi raddoppiato dagli inizi del 2009, oltrepassando i \$3 000 miliardi. Particolarmente a rischio si trovano gli esportatori di materie prime, finora sospinti da un "superciclo" delle materie prime e ulteriormente galvanizzati dalle condizioni mondiali di finanziamento eccezionalmente distese. Non deve sorprendere che in America latina le stime dei tassi di crescita potenziale siano già state dimezzate. A questo riguardo la Cina ha un ruolo centrale, essendo un'enorme economia importatrice di materie prime, che di recente ha considerevolmente rallentato il passo sotto il peso di squilibri finanziari diffusi.

Sotto vari aspetti le EME si trovano in condizioni migliori che negli anni ottanta e novanta, quando l'inasprimento monetario negli Stati Uniti e l'apprezzamento del dollaro furono causa di crisi (grafico I.3). I loro assetti macroeconomici sono più solidi e i tassi di cambio più flessibili. L'infrastruttura del sistema finanziario è più robusta e la regolamentazione prudenziale, non da ultimo l'assetto macroprudenziale, è più rigida. Ad esempio, malgrado il dato macroscopico sul

## La politica monetaria USA e l'apprezzamento del dollaro in prossimità delle crisi finanziarie nelle EME

Grafico I.3



Le linee continue verticali indicano la crisi del debito in America latina (1982), la crisi messicana (1994) e la crisi finanziaria asiatica (1997).

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI.

debito in dollari, in rapporto al PIL l'indebitamento in valuta estera non è più così elevato. Proprio questo era l'obiettivo dei mercati obbligazionari in moneta locale, mettere fine al "peccato originale". Infine, le riserve valutarie sono oggi molto più corpose.

Ciò nondimeno, occorre cautela. Una performance apparentemente solida quanto a crescita, bassa inflazione e probità fiscale non fu sufficiente a proteggere le economie asiatiche negli anni novanta. Le esposizioni al rischio di cambio si concentrano oggi nel settore delle imprese, dove i disallineamenti valutari sono più difficili da misurare. Le riserve ufficiali, inoltre, non possono essere utilizzate illimitatamente per colmare le carenze di liquidità del settore privato o per difendere la moneta nazionale. E resta da vedere quali conseguenze avrà il passaggio dalle banche agli asset manager sulle dinamiche dei prezzi delle attività: la disparità di dimensioni fra fornitori e destinatari dei fondi non si è ridotta, anzi, e i mercati potrebbero reagire violentemente qualora le pressioni divenissero asimmetriche: la liquidità si dileguerebbe di sicuro nel caso di una corsa disordinata verso l'uscita. A questo riguardo, il "taper tantrum" del 2013 è stato un test incompleto: rifletteva i tradizionali timori macroeconomici e di bilancia dei pagamenti, ma non ha coinciso con una correzione più dolorosa degli squilibri finanziari interni.

Una cosa è certa: i giorni in cui ciò che accadeva nelle EME restava nelle EME appartengono ormai al passato. Il peso delle EME nell'economia mondiale si è ingigantito dopo la crisi asiatica, passando da circa un terzo a quasi la metà del PIL mondiale in termini di parità di potere d'acquisto. In alcuni casi, poi, le esposizioni delle EME al finanziamento esterno possono essere alquanto ingenti su scala mondiale, anche se modeste in relazione all'economia nazionale. Si pensi in particolare alla Cina. A fine 2014 la Cina risultava essere l'ottavo paese prenditore al mondo in base ai \$1.000 miliardi di attività bancarie transfrontaliere in essere verso i suoi residenti, un importo doppio rispetto ad appena due anni prima, o l'undicesimo in base agli oltre \$450 miliardi che i prenditori cinesi avevano mutuato nei mercati internazionali dei titoli di debito a fine marzo 2015.

I paesi più colpiti dalla crisi, dove la leva finanziaria si sta ancora riducendo o ha appena ricominciato a salire, sono esposti a una serie diversa di rischi. Vale la pena menzionarne tre.

Il primo attiene ai costi di medio periodo del livello estremamente e persistentemente basso dei tassi di interesse, che può infliggere seri danni al sistema finanziario (Capitoli II e VI). Esso erode i margini di interesse e i rendimenti che le banche ottengono dalla trasformazione delle scadenze, indebolendo potenzialmente i bilanci e l'offerta di credito, e rappresenta un'importante fonte asimmetrica di rischio di tasso di interesse. Mina inoltre la redditività e la solvibilità delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione. E può portare a diffuse distorsioni di prezzo nei mercati finanziari: le valutazioni nei mercati azionari e in alcuni mercati del debito societario, ad esempio, appaiono alquanto tese. Un tale livello dei tassi comporta rischi anche per l'economia reale. Nel più breve periodo, la piaga dei fondi pensione non è che la manifestazione più evidente dell'esigenza di accrescere i risparmi in vista del pensionamento, il che può indebolire la domanda aggregata. Nel più lungo periodo, un livello negativo dei tassi (in termini reali o nominali) difficilmente conduce a decisioni di investimento razionali e quindi a una crescita sostenuta. Se i tassi di interesse proseguiranno in questa discesa senza precedenti, metteranno senz'altro alla prova i confini tecnici, economici, giuridici e persino politici.

Il secondo rischio attiene al ruolo affidato da tempo al debito quale surrogato delle riforme per un aumento della produttività. La tentazione di rimandare gli aggiustamenti è sempre forte, nonostante sia stato ampiamente documentato che un elevato debito pubblico rappresenta un freno per la crescita. L'invecchiamento della popolazione complica la situazione in almeno due modi. Dal punto di vista economico, rende l'onere debitorio molto più pesante da sostenere. Dal punto di vista politico, accresce la tentazione di incrementare temporaneamente il prodotto attraverso politiche di gestione della domanda. Al riguardo non giova di certo la tirannia dei dati sul PIL, che non tengono conto degli andamenti demografici. Non si sottolinea mai abbastanza, ad esempio, che in termini di popolazione in età lavorativa la crescita del Giappone ha superato quella di molte altre economie avanzate, non da ultimo gli Stati Uniti. Nel 2000-07 il tasso di crescita cumulato del Giappone calcolato su questa base è stato del 15%, quasi doppio a quello degli Stati Uniti (8%), l'opposto di quanto dicono i dati sulla crescita nominale (10 e 18%). La differenza è ancora maggiore se si considerano anche i dati post-crisi.

Il terzo rischio attiene alla crisi greca e al suo impatto sull'area dell'euro. Per certi versi, le sfide per la Grecia, e più in generale per l'area dell'euro, sono analoghe a quelle globali, ma risultano amplificate da specificità istituzionali: una miscela tossica di debito privato e pubblico e un impegno insufficiente a perseguire politiche di aggiustamento strutturale, di cui vi è urgente bisogno. Di conseguenza, la politica monetaria, vista come un rapido espediente per guadagnare tempo, si è accollata gran parte dell'onere. Sulla base di considerazioni prettamente economiche, rispetto a quando iniziò la crisi l'area dell'euro appare oggi meglio equipaggiata per far fronte ai rischi di contagio. Ciò nonostante, permane incertezza, e ancora più difficile da valutare è il rischio di contagio a livello politico.

In questa lista non figura il rischio di un'inflazione persistentemente bassa o di vera e propria deflazione. Esso dipende sì da fattori specifici ai singoli paesi, ma l'attuale dibattito di politica economica tende a sovrastimarli (Capitolo IV). In primo luogo, a volte non si sottolinea abbastanza che i recenti cali dei prezzi riflettono in ampia misura i ribassi del petrolio e di altre materie prime. L'impatto transitorio di

questi ultimi sull'inflazione dovrebbe essere oscurato dall'effetto più duraturo di impulso alla spesa e al prodotto, in particolare nei paesi importatori di energia. In secondo luogo, si tende a trarre conclusioni generali dalla Grande Depressione, un episodio unico nel suo genere, forse collegato più al marcato calo dei prezzi delle attività e alle crisi bancarie che non alla deflazione di per sé. In generale, l'esame di un periodo storico più lungo mostra che il legame fra deflazione e crescita è debole, e che i veri danni per l'economia sono provenuti non tanto dall'interazione fra debito e prezzi di beni e servizi quanto dall'interazione fra debito e prezzi immobiliari, come conferma la più recente recessione. Al tempo stesso, la risposta delle politiche dovrebbe altresì considerare che le nostre conoscenze del processo inflativo sono ancora limitate.

Il quadro che ne risulta è quello di un'economia mondiale avviata verso una crescita più robusta, ma ancora gravata da tensioni di medio periodo. Le ferite aperte dalla crisi e dalla successiva recessione si stanno rimarginando, grazie al risanamento dei bilanci e alla parziale riduzione del grado di leva finanziaria. Di recente, poi, è intervenuta anche la forte spinta inattesa proveniente dai prezzi del petrolio. La politica monetaria ha fatto tutto il possibile per sostenere la domanda nel breve periodo. Ma il mix delle politiche è risultato troppo sbilanciato verso misure che, direttamente o indirettamente, hanno consolidato la dipendenza dal modello di crescita trainata dal debito, all'origine della crisi. Queste tensioni si manifestano in particolare nel mancato aggiustamento degli oneri debitori complessivi, nel protratto calo della crescita della produttività e, soprattutto, nel progressivo restringimento dello spazio di manovra delle politiche sia fiscali sia monetarie.

## Le cause di fondo

Quali sono le cause profonde di tutto ciò? Esse vanno probabilmente ricercate in un misto di politica e idee. Il sistema politico propende naturalmente verso misure che permettono di conseguire vantaggi a breve, anche al costo di potenziali danni nel più lungo periodo. Le ragioni sono ben note, e non è necessario qui soffermarvisi. Tuttavia, poiché le idee influenzano la politica, tale propensione rende le loro conseguenze ancor più insidiose. La domanda che occorre porsi con più urgenza è quindi se i paradigmi economici dominanti siano adeguati per guidare le scelte di policy.

## Idee e prospettive

A crisi già scoppiata, si è venuto a creare un ampio consenso sull'idea che le prospettive macroeconomiche dominanti non fossero riuscite a evitare la crisi per il semplice fatto che non la contemplavano nemmeno. Al costo di un'eccessiva semplificazione, esse presupponevano che la stabilità dei prezzi fosse sufficiente per assicurare la stabilità macroeconomica e che il sistema finanziario fosse in grado di stabilizzarsi da solo, o che comunque una sua *défaillance* non avrebbe potuto avere serie conseguenze.

Purtroppo non sono stati compiuti progressi sufficienti per risolvere tali carenze. I fattori finanziari continuano a occupare un ruolo marginale nel pensiero *macroeconomico*. Va riconosciuto che sono stati fatti sforzi notevoli per avvicinarli al centro: gli economisti si sono adoperati attivamente per elaborare modelli che

tengano conto di tali fattori. Questi lavori, tuttavia, non hanno ancora permeato abbastanza il dibattito di policy: la convivenza fra stabilità macroeconomica e stabilità finanziaria sotto uno stesso tetto è ancora difficile.

Se si tralasciano tutte le sfumature della prospettiva analitica dominante e ci si concentra su come essa stia plasmando il *dibattito di policy*, la logica di base risulta semplice. Esiste un eccesso o una carenza di domanda finale per la produzione nazionale (un "output gap") che determina l'inflazione interna, non da ultimo influenzando le aspettative di inflazione. Vengono pertanto impiegate politiche che agiscono sulla domanda aggregata per eliminare il gap e quindi conseguire la piena occupazione e un'inflazione stabile; la politica di bilancio influisce sulla spesa direttamente, e quella monetaria indirettamente, attraverso i tassi di interesse reali (depurati dall'inflazione). Il tasso di cambio, se lasciato fluttuare, permette alle autorità di definire liberamente la politica monetaria in funzione delle esigenze interne e, nel più lungo periodo, equilibra inoltre il conto corrente. Laddove ciascun paese adoperi le proprie leve monetarie e fiscali per colmare l'output gap *periodo per periodo*, tutto andrà per il meglio, sia internamente sia internazionalmente.

Naturalmente, in varia misura, anche i fattori finanziari fanno la loro comparsa. In alcuni casi la presenza di un debito eccessivo viene vista come elemento che amplifica la carenza di domanda. In altri l'instabilità finanziaria viene considerata come una possibilità concreta. Ma alla fin fine, a conti fatti, le conclusioni fondamentalmente non cambiano. Tutte le carenze di domanda vanno trattate allo stesso modo, ossia mediante politiche convenzionali di domanda aggregata. E l'instabilità finanziaria va affrontata separatamente, mediante politiche prudenziali, sebbene adottando un orientamento più spiccatamente sistemico (macroprudenziale). Secondo un principio di separazione netta, la politica monetaria e quella di bilancio vanno lasciate libere di affrontare le tradizionali questioni macroeconomiche, proprio come in passato. In base a questa prospettiva, ci ritroviamo fondamentalmente nel mondo pre-crisi a noi familiare. Una strana sensazione di déjà-vu.

La Relazione annuale dello scorso anno offriva una chiave analitica diversa che giungeva a conclusioni diverse sul piano delle politiche. Essa cercava di riportare i fattori finanziari al centro della macroeconomia, enfatizzava il medio termine rispetto al breve termine e la dimensione internazionale rispetto a quella nazionale. Tre aspetti di fondo, ulteriormente elaborati nella Relazione annuale di quest'anno, sono essenziali.

*Primo: l'andamento dell'inflazione potrebbe non essere del tutto affidabile come indicatore del prodotto sostenibile (o potenziale).* E ciò poiché gli squilibri finanziari spesso si accumulano quando l'inflazione è bassa e stabile, in calo o addirittura negativa. Tali squilibri sono ravvisabili in una forte crescita del credito e dei prezzi delle attività, specie immobiliari, e nei segnali di un'aggressiva assunzione di rischio nei mercati finanziari, come bassi spread creditizi e un calo della volatilità. Allorché questi boom finanziari sfociano in un tracollo, i danni economici rischiano di essere devastanti e durevoli. Ciò vale sicuramente per la Grande Crisi Finanziaria. Ma quest'ultima non è stata che una ripetizione di dinamiche ricorrenti nella storia: si pensi al boom finanziario negli Stati Uniti prima della Grande Depressione (e i prezzi di fatto calarono per una parte dei ruggenti anni venti); o ancora alla crisi dei primi anni novanta in Giappone e a quelle di metà anni novanta in Asia.

Se i boom finanziari presentano caratteristiche comuni, allora dovrebbe essere possibile individuare alcuni dei segnali di pericolo in anticipo. E difatti l'evidenza indica che alcuni indicatori proxy dei boom finanziari possono fornire utili

informazioni sui rischi *man mano che si esplicano gli eventi*, ossia "in tempo reale". Tali indicatori avrebbero consentito di stabilire che prima della più recente crisi negli Stati Uniti il prodotto stava crescendo al di sopra del suo livello sostenibile, o potenziale, cosa che le stime tipicamente utilizzate nella definizione delle politiche, in parte distorte dai valori contenuti dell'inflazione, hanno potuto fare soltanto a posteriori, riscrivendo la storia sulla base di nuove informazioni ( riquadro IV.C). Questo è il motivo per cui, nel caso degli Stati Uniti, conoscere le deviazioni dell'indice del servizio del debito e del grado di leva finanziaria dai loro valori di lungo periodo a metà degli anni duemila sarebbe stato utile per proiettare l'andamento del prodotto durante la recessione e la ripresa successive ( riquadro III.A). E spiega perché per vari paesi l'andamento del credito e dei prezzi degli immobili durante il boom, o quello dell'indice del servizio del debito, o anche solo quello della crescita del credito, si siano dimostrati utili indicatori anticipatori delle tensioni bancarie e di recessioni onerose.

Perché l'inflazione non è un segnale sufficientemente affidabile della sostenibilità, contrariamente a quanto farebbe ritenere il paradigma dominante? Vi sono almeno due ragioni possibili.

La prima attiene al tipo di espansione creditizia in atto. Anziché andare a finanziare l'acquisto di beni o servizi di nuova produzione, incrementando spesa e prodotto, una crescita vigorosa del credito potrebbe semplicemente servire a pagare le attività esistenti, siano esse "reali" (come immobili o imprese) o finanziarie (come semplici titoli o forme più complesse di ingegneria finanziaria). In entrambi i casi, essa non avrebbe effetti diretti sulle pressioni inflazionistiche.

L'altra ragione ha a che vedere con ciò che spiega la (dis)inflazione. Le disinflazioni causate da forze dal lato dell'offerta tendono a sostenere il prodotto, ma creano allo stesso tempo un terreno fertile per la formazione di squilibri finanziari. Ne sono un esempio la globalizzazione dell'economia reale (come l'ingresso dei paesi ex comunisti nel sistema del commercio mondiale), le innovazioni tecnologiche, un aumento della concorrenza o un calo dei prezzi di input fondamentali della produzione mondiale quali il petrolio. La differenza fra disinflazioni dovute a fattori di offerta o di domanda potrebbe spiegare la debolezza del legame empirico storicamente riscontrabile fra deflazione e crescita.

*Secondo: i tracolli che fanno seguito a boom finanziari sono molto più dannosi, e molto meno addomesticabili con le tradizionali politiche della domanda aggregata.* Un corpus crescente di evidenze empiriche indica che le recessioni di questo tipo sono più profonde, e le seguenti riprese più deboli, e danno luogo a perdite permanenti di prodotto potenziale nonché, a recessione finita, a tassi di crescita verosimilmente più bassi. L'esperienza successiva alla recente crisi presenta effettivamente dinamiche di questo tipo, e ciò nonostante lo stimolo monetario senza precedenti e l'iniziale espansione della politica di bilancio.

I motivi di ciò vanno ricercati nelle forti correnti sotterranee che il boom lascia dietro di sé. Il settore finanziario ne esce malconco. Le famiglie e/o le imprese devono far fronte ad ampie eccedenze di debito e a problemi di qualità degli attivi. Inoltre, non va dimenticato che i boom finanziari interagiscono in modo perverso con la crescita della produttività. Possono occultare dietro un'illusione di benessere il suo calo di lungo periodo, dovuto a carenze strutturali (cfr. l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale*). Possono inoltre minare la crescita della produttività più direttamente, provocando distorsioni allocative durature, sia del capitale sia del lavoro ( riquadro III.B). Stando alle stime relative a vari paesi, l'impatto può essere

considerevole, fino a quasi 1 punto percentuale l'anno durante il boom e molto maggiore una volta scoppiata la crisi.

In tali circostanze, e una volta superata la fase acuta della crisi finanziaria, le politiche della domanda aggregata sono tutt'al più inefficaci, "spingono una corda", come si suol dire. Le istituzioni finanziarie, sottocapitalizzate, restringono il credito e lo allocano in modo non ottimale. I prenditori, sovraindebitati, rimborsano i debiti. E le distorsioni allocative non possono essere risolte attraverso uno stimolo indiscriminato. In altre parole, non tutti gli output gap si assomigliano né sono colmabili allo stesso modo; dopo una crisi, inoltre, le loro dimensioni potrebbero essere minori di quanto appaiano. Pertanto, se non si affrontano di petto i problemi di fondo, si possono ottenere alcuni vantaggi di breve periodo, ma al prezzo di danni a lungo termine: il debito non viene ridotto a sufficienza, il margine di manovra delle politiche si restringe ulteriormente e si gettano i semi della prossima contrazione finanziaria. Niente di tutto ciò, tuttavia, implica un aumento dell'inflazione. Paradossalmente la propensione all'allentamento nel breve periodo potrebbe rivelarsi contrattiva a più lungo termine.

*Terzo: allorché il tasso di cambio offre il punto di minore resistenza, i problemi possono acuirsi su scala mondiale.* Poiché a seguito di una contrazione finanziaria la politica monetaria esercita una trazione solo limitata sulla spesa attraverso i canali interni, la reattività dell'inflazione e del prodotto al tasso di cambio risulta maggiore. Il deprezzamento di una moneta ha un effetto meccanico, più immediato, sui prezzi. E nella misura in cui dirotta la domanda da altri paesi verso l'interno, può sostenere il prodotto. Ma se, come si vedrà in seguito, i tassi di cambio non riescono a isolare sufficientemente i paesi dagli influssi esterni, allora gli apprezzamenti verranno contrastati, portando in ultima istanza a deprezzamenti competitivi e a un orientamento più espansivo della politica monetaria a livello mondiale. Laddove complessivamente le politiche risultino già troppo espansive per garantire una stabilità finanziaria e macroeconomica durevole, e ciò a causa di un mix di policy sbilanciato, il risultato sarà persino peggiore. Ancora una volta, i vantaggi di breve periodo potrebbero tradursi in seri danni a lungo termine.

## L'elasticità finanziaria eccessiva

Fatte queste premesse, è possibile riunire i vari indizi di cui sopra e cercare di diagnosticare il male che affligge il funzionamento dell'economia mondiale. Secondo la prospettiva qui adottata, le politiche economiche non sono state in grado di limitare la formazione e il tracollo di boom finanziari deleteri. L'economia mondiale, in altri termini, si caratterizza per un'"elasticità finanziaria eccessiva". Si pensi a un elastico che viene teso sempre più finché non torna indietro in una dolorosa frustata. Questa caratteristica riflette tre ordini di carenze relative a: l'interazione fra i mercati finanziari e l'economia; i regimi nazionali di politica economica; l'interazione fra i regimi nazionali per il tramite del sistema monetario e finanziario internazionale. Esaminiamoli uno per volta.

Dopo quanto è successo, si è ormai capito che le forze riequilibranti del sistema finanziario sono deboli e che questa debolezza può amplificare le oscillazioni congiunturali. Esiste un meccanismo di retroazione per cui le percezioni poco ancorate del rischio e del valore, da un lato, e i tenui vincoli di finanziamento, dall'altro lato, si rafforzano vicendevolmente. Per un (lungo) periodo le valutazioni delle attività si impennano, l'assunzione di rischio cresce e la disponibilità di finanziamenti migliora finché, a un certo punto, il processo si inverte. In questo

senso si dice quindi che il sistema finanziario è “prociclico”. Ciò è stato messo in luce una volta di più, e ancora di più, dalla crisi.

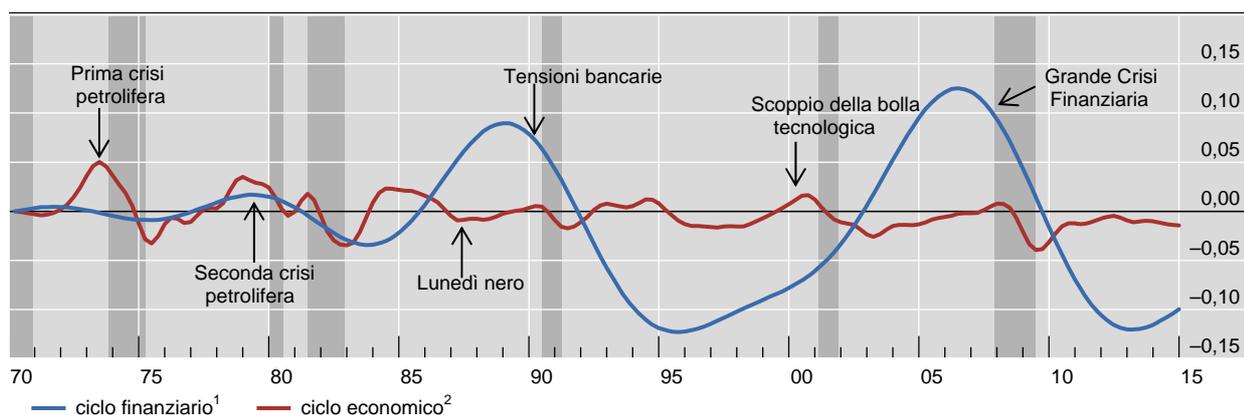
Il grado di prociclicità, o di elasticità, del sistema dipende dai regimi nazionali di politica economica, e la loro evoluzione l’ha fatto aumentare. Anzitutto, la liberalizzazione finanziaria degli anni ottanta ha allentato i vincoli di finanziamento e reso il credito più abbondante e a buon mercato. I meccanismi di salvaguardia prudenziali, tuttavia, non hanno tenuto il passo di questa evoluzione. Secondariamente, l’affermarsi di regimi di politica monetaria focalizzati sul controllo dell’inflazione a breve termine ha fatto sì che durante i boom finanziari la politica monetaria fosse inasprita soltanto in presenza di un aumento dell’inflazione, mentre durante le contrazioni è stata allentata in maniera aggressiva e persistente. Infine, la politica di bilancio non ha riconosciuto gli enormi effetti lusinghieri che i boom finanziari producono sulle finanze pubbliche, né la limitata efficacia di misure indiscriminate durante i bust. Insieme, questi sviluppi hanno creato una propensione all’allentamento che ha permesso ai boom finanziari di crescere per dimensioni, durata e dirompenza.

È importante sottolineare che l’attuale sistema monetario e finanziario internazionale ha ulteriormente aumentato l’elasticità finanziaria attraverso l’interazione fra i regimi monetari e finanziari (Capitolo V).

L’interazione fra regimi monetari ha propagato la propensione all’allentamento dalle principali economie al resto del mondo. Ciò è avvenuto in modo diretto, poiché le maggiori valute internazionali – prima fra tutte il dollaro – sono diffusamente utilizzate al di fuori della loro giurisdizione di emissione. Le politiche monetarie delle corrispondenti economie, pertanto, influenzano direttamente le condizioni finanziarie altrove. Ma ancora più importante è l’effetto indiretto che deriva dall’avversione delle autorità nei confronti di apprezzamenti indesiderati del tasso di cambio. Per contrastare tali apprezzamenti, i tassi ufficiali sono mantenuti su livelli più bassi e, ove si ricorra a interventi nei mercati dei cambi, l’investimento dei proventi in attività denominate nelle valute di riserva comprime ulteriormente i rendimenti.

L’interazione fra regimi finanziari, attraverso la libera circolazione dei capitali fra valute e paesi diversi, rafforza e trasmette questi effetti. La mobilità dei capitali offre una fonte esterna di finanziamento fondamentale durante i boom interni. E rende i tassi di cambio soggetti a iperreazioni, precisamente per gli stessi motivi per cui ciò accade nel caso dei prezzi delle attività interne: percezioni di valore scarsamente ancorate, assunzione di rischio e abbondanza di finanziamenti. Si pensi ad esempio a strategie diffuse come quelle di momentum trading o di carry trade, oppure alla retroazione e rafforzamento vicendevole fra apprezzamento del tasso di cambio, calo degli oneri debitori in valuta estera e assunzione di rischio. Più in generale, la libera circolazione dei capitali genera impennate nell’assunzione di rischio in più paesi, indipendentemente dalle loro condizioni specifiche, provocando forti comovimenti dei rendimenti a lungo termine, dei prezzi delle attività e dei flussi finanziari. Ancora una volta, quanto più vigorose e durature sono le fasi di ascesa, tanto più veementi risultano i successivi tracolli. La liquidità globale, ossia la facilità di finanziamento nei mercati internazionali, si muove a ondate irregolari ma impetuose.

L’evidenza storica concorda ampiamente con queste osservazioni. La chiave di interpretazione qui proposta aiuta a capire perché le proporzioni e la durata dei boom e dei bust finanziari (cicli finanziari) siano aumentate dagli inizi degli anni ottanta (grafico I.4), uno sviluppo favorito anche dalla progressiva globalizzazione



<sup>1</sup> Ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali; 1° trimestre 1970=0. <sup>2</sup> Ciclo economico misurato da un filtro basato sulla frequenza (passa banda) che cattura le oscillazioni del PIL in termini reali nell'arco di un periodo da uno a otto anni; 1° trimestre 1970=0.

Fonti: M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012; elaborazioni BRI.

dell'economia reale che, con l'abbattimento delle frontiere commerciali e l'ingresso di nuovi paesi, ha migliorato le prospettive di crescita mondiali generando al tempo stesso pressioni disinflazionistiche. Essa aiuta a capire perché, a livello mondiale, i tassi di interesse depurati dall'inflazione siano tendenzialmente calati e appaiano assai bassi indipendentemente dai parametri di riferimento, e perché le riserve valutarie siano esplose. Aiuta a capire perché dopo la crisi sia aumentato tanto il credito in dollari USA al di fuori degli Stati Uniti, in gran parte a favore delle EME. E infine aiuta a capire perché si osservino segnali della formazione di squilibri finanziari nelle EME, nonché in alcune economie avanzate meno colpite dalla crisi e altamente esposte agli influssi internazionali.

Va notato che in questa narrativa gli squilibri di conto corrente non hanno un ruolo di primo piano. I disavanzi correnti non coincidono necessariamente con la formazione di squilibri finanziari. Di fatto, anzi, alcuni degli squilibri finanziari più devastanti della storia si sono avuti in paesi in avanzo; i casi più eclatanti sono gli Stati Uniti prima della Grande Depressione e il Giappone dagli ultimi anni ottanta. Anche di recente si sono osservati o si osservano forti boom finanziari in diversi paesi in avanzo, fra cui Cina, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera. La relazione fra conto corrente e squilibri finanziari è più sfumata: una riduzione dell'avanzo o un aumento del disavanzo generalmente riflettono la formazione di squilibri di questo tipo. Ciò presenta alcune implicazioni di policy su cui ritorneremo.

### Perché i tassi di interesse sono così bassi?

Tutto questo ci porta alla domanda fondamentale su cui ruota l'attuale dibattito di policy: perché i tassi di interesse di mercato sono così bassi? Si trovano al loro livello "di equilibrio" (o naturale), e quindi ottimale? Come si determinano i tassi di mercato e quelli di equilibrio? La prospettiva analitica dominante e quella proposta nella presente Relazione forniscono risposte diverse.

I fautori di entrambe queste prospettive si troverebbero perlopiù d'accordo nell'affermare che i tassi di interesse *di mercato* sono determinati dall'interazione fra le decisioni delle banche centrali e quelle degli operatori di mercato (Capitolo II). Le

banche centrali fissano il tasso ufficiale a breve termine e influenzano i tassi a lungo termine inviando segnali su come stabiliranno i tassi a breve e, sempre più, effettuando acquisti su larga scala di attività finanziarie lungo la curva delle scadenze. Gli operatori fissano i tassi sui depositi e sui prestiti e, attraverso le proprie scelte di portafoglio, contribuiscono a determinare i tassi di mercato a più lungo termine. Le loro decisioni dipenderanno da vari fattori, compresi la propensione al rischio, le opinioni riguardo alla redditività degli investimenti, i vincoli regolamentari e contabili e, naturalmente, le aspettative su ciò che faranno le banche centrali (Capitolo II). A sua volta, l'inflazione effettiva determina i tassi di interesse reali ex post e quella attesa i tassi reali ex ante.

Ma i tassi di interesse prevalenti nel mercato sono o non sono i tassi *di equilibrio*? Si consideri anzitutto il tasso a breve termine, fissato dalle banche centrali. Quando si legge che le banche centrali hanno un impatto solo transitorio sui tassi a breve termine depurati dall'inflazione, ciò che si vuole dire realmente è che, a un certo punto, a meno che le banche centrali fissino i tassi al loro livello "di equilibrio", o a un livello sufficientemente prossimo ad esso, qualcosa di "brutto" accadrà. Cosa sia esattamente quel qualcosa dipenderà dall'opinione che si ha del funzionamento dell'economia.

L'opinione prevalente, quella incorporata nelle ipotesi largamente accettate di un eccesso di risparmio ("savings glut") o di una "stagnazione secolare", ritiene che l'inflazione aumenterà o diminuirà, rischiando anche di tramutarsi in deflazione. L'inflazione manda il segnale fondamentale e il suo comportamento dipende dal grado di capacità produttiva inutilizzata. Il corrispondente tasso di equilibrio, altresì noto come tasso naturale "wickselliano", è il tasso al quale il prodotto è pari al potenziale, o che eguaglia risparmio e investimenti in condizioni di piena occupazione. Per l'esattezza, le banche centrali considerano la capacità inutilizzata anche in maniera autonoma. Ma nell'analisi finale, essendo assai difficile misurare il grado di utilizzo della capacità produttiva, tendono a rivedere le proprie stime in base all'andamento dell'inflazione. Ad esempio, se la disoccupazione scende al di sotto del livello presunto "di equilibrio" ma l'inflazione non aumenta, ne desumeranno che all'interno dell'economia vi è capacità inutilizzata.

Nella prospettiva qui proposta, invece, l'inflazione non è necessariamente un segnale affidabile per capire se i tassi si trovino al loro livello "di equilibrio". Il segnale fondamentale proverrebbe piuttosto dalla formazione di squilibri finanziari. Dopo tutto, prima della crisi l'inflazione era stabile e a posteriori le stime tradizionali del prodotto potenziale si sono dimostrate eccessivamente ottimistiche. Se si riconosce che i bassi tassi di interesse hanno contribuito al boom finanziario e al tracollo all'origine della crisi e che, come attesta l'evidenza, sia il boom sia la crisi hanno provocato danni duraturi per il prodotto, l'occupazione e la crescita della produttività, allora è difficile sostenere che i tassi di interesse fossero al loro livello di equilibrio. Ed è difficile non riconoscere che i tassi di interesse sono bassi anche oggi, in parte proprio perché sono stati troppo bassi in passato. In tal senso, un basso livello dei tassi tende a perpetuarsi. Considerati i segnali di accumulo di squilibri finanziari in varie parti del mondo, la sensazione è quella di assistere a un inquietante *déjà-vu*.

Il quadro non cambia se si considerano i tassi a lungo termine. Proprio come nel caso dei tassi a breve, non vi è motivo di ritenere che gli attuali tassi a lungo termine siano al livello di equilibrio. Le banche centrali e gli operatori di mercato brancolano nel buio quando cercano rispettivamente di spingere i tassi verso l'equilibrio o di trarre profitto dal loro movimento. Dopo tutto, i tassi a lungo

termine altro non sono che il prezzo di un'attività. E i prezzi delle attività spesso seguono andamenti insostenibili ed erratici, come quando si trovano all'origine di instabilità finanziaria.

## Implicazioni di policy

Quali sono le implicazioni di questa analisi per le politiche? La prima è che da troppo tempo ormai la politica monetaria è stata sovraccaricata, in particolare dopo la crisi. La seconda, più generale, è la necessità di ribilanciare le politiche, privilegiando alla gestione della domanda aggregate iniziative di carattere più strutturale. Politicamente ciò presenta delle chiare difficoltà. Ma non vi è altro modo di innalzare in maniera sostenibile la crescita del prodotto e della produttività e di scrollarsi di dosso la dipendenza dal debito. La combinazione specifica di misure varierà naturalmente da paese a paese, ma in generale si tratterà di migliorare la flessibilità dei mercati dei prodotti e del lavoro, creare un terreno favorevole all'impresa e all'innovazione e favorire la partecipazione alla forza lavoro. Ciò contribuirebbe anche ad allentare le enormi pressioni che dopo la crisi sono state fatte sulla politica di bilancio e, soprattutto, sulla politica monetaria. La flessione del prezzo del petrolio offre un'occasione propizia per attuare questo tipo di riforme, e non andrebbe sprecata. L'analisi dovrebbe servire anche come campanello d'allarme per gli esportatori di materie prime, che potrebbero essere tentati di evitare aggiustamenti dolorosi nel momento in cui le loro entrate dovessero calare drasticamente.

Si pone poi l'interrogativo di come adeguare i quadri di riferimento delle politiche a livello sia nazionale sia internazionale al fine di considerare più sistematicamente i fattori finanziari e, non da ultimo, di cosa fare nelle circostanze attuali.

## Adeguamento dei quadri di riferimento delle politiche

Come rilevato nella Relazione annuale dello scorso anno, per limitare l'eccessiva elasticità finanziaria delle singole economie occorrono adeguamenti di ampio respiro nell'impostazione delle politiche di bilancio, prudenziali e monetarie. La strategia di base consisterebbe nel contrastare più risolutamente i boom finanziari e affrontare più efficacemente i bust finanziari. Rispetto alle politiche attuali, quelle che verrebbero così definite sarebbero meno asimmetriche nell'arco dei cicli finanziari, meno procicliche e meno propense all'allentamento su cicli finanziari successivi. Si considerino le varie politiche singolarmente.

Per quanto riguarda la politica di bilancio, la priorità è assicurare che essa venga impiegata in maniera anticiclica, preservando un margine di manovra sufficiente durante i bust. Ciò significa, anzitutto e soprattutto, assicurare la sostenibilità di lungo periodo, una sfida immane in molte giurisdizioni (Capitolo III). Significa inoltre adoperare grande cautela per non sovrastimare la solidità di fondo delle posizioni di bilancio durante i boom finanziari, quando il prodotto sostenibile e la crescita appaiono rosei, le entrate fiscali risultano gonfiate e le passività che saranno necessarie a gestire il bust restano nascoste. Durante il bust, il margine di manovra dovrebbe essere idealmente utilizzato per accelerare il processo di risanamento dei bilanci sia delle banche, ma solo nel caso in cui le salvaguardie del settore privato si siano dimostrate insufficienti, sia dei debitori non bancari. La

gamma di opzioni comprende ricapitalizzazioni, nazionalizzazioni temporanee e, per i debitori non bancari, persino forme di cancellazione del debito. Questi interventi, risolvendo il problema alla radice, rappresenterebbero un impiego più efficiente del denaro pubblico rispetto a spese o sgravi fiscali indiscriminati. Più in generale, vi sono valide ragioni per eliminare il trattamento fiscale preferenziale di cui spesso gode il capitale di prestito rispetto al capitale di rischio.

Per quanto riguarda la politica prudenziale, la priorità consiste nel rafforzare l'orientamento sistemico o "macroprudenziale" per poter affrontare di petto la prociclicità. Basilea 3, con il buffer patrimoniale anticiclico, rappresenta un passo in questa direzione, così come la messa in atto di veri e propri assetti macroprudenziali nelle giurisdizioni nazionali. Tali assetti si basano su una gamma di strumenti intesi a rafforzare la resilienza del sistema finanziario e, idealmente, a contenere i boom finanziari (Capitolo IV). Fra questi figurano ad esempio: massimali sui rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (loan-to-value) o sui rapporti fra debito e reddito; adeguamenti proattivi dei coefficienti patrimoniali obbligatori e degli accantonamenti; restrizioni alla provvista bancaria meno stabile, diversa dai depositi (non-core funding); e prove di stress macroprudenziali (a livello di intero sistema bancario).

Al tempo stesso, permangono due grosse lacune (Capitolo VI). La prima riguarda il modo migliore di gestire i rischi che comporta la rapida crescita degli intermediari finanziari non bancari. Vero è che le compagnie di assicurazione sono da sempre soggette a regolamentazione, sebbene non tanto in un'ottica sistemica, e che da qualche tempo ormai si sta lavorando sulle "banche ombra", soggetti ad alto grado di leva che operano nella trasformazione delle scadenze. Ma solo di recente si è rivolta l'attenzione al settore dell'asset management. Nella fattispecie, si teme non tanto per la possibilità di singoli fallimenti, quanto per l'impatto che il comportamento collettivo di queste società esercita sulla stabilità sistemica attraverso i prezzi delle attività, la liquidità di mercato e le condizioni di finanziamento. Anche qualora non operino con una leva finanziaria elevata, queste società possono adottare comportamenti analoghi a quelli degli investitori ad alto grado di leva. La seconda lacuna riguarda il modo migliore di gestire il rischio sovrano, anche dal punto di vista delle banche. Varie disposizioni regolamentari e prassi prudenziali favoriscono le esposizioni al debito di soggetti sovrani. Ma questi ultimi possono essere rischiosi e storicamente sono stati spesso all'origine di fallimenti bancari. Inoltre, il trattamento preferenziale loro accordato va sovente a scapito delle piccole e medie imprese, soffocando così attività produttive e occupazione. L'approccio corretto dovrà essere sistemico e di largo respiro, e tenere conto delle varie tipologie di esposizione. Il Comitato di Basilea ha di recente raccolto la sfida. Il lavoro in quest'ambito dovrà essere portato avanti senza ritardi e senza indugi.

Per quanto riguarda la politica monetaria, la priorità è assicurare che le considerazioni di stabilità finanziaria siano incorporate in modo maggiormente simmetrico durante i boom e i bust (Capitolo IV). I quadri di riferimento dovrebbero offrire la flessibilità necessaria per inasprire la politica monetaria durante i boom finanziari anche qualora l'inflazione a breve termine sia bassa e stabile, e per allentarla in modo meno aggressivo e persistente durante i bust.

Varie obiezioni sono state sollevate a questo proposito, ma nessuna appare insormontabile. Di fatto, altrettante obiezioni erano state sollevate contro l'adozione di regimi di inflation targeting, all'epoca considerata da molti come un salto nel buio.

Una prima obiezione è che non esisterebbero indicatori affidabili della formazione di squilibri finanziari. Ma in quest'ambito sono stati fatti notevoli progressi, e gli assetti macroprudenziali fanno già attivamente ricorso a valutazioni di questo tipo. Inoltre, come rilevato in precedenza, le grandezze di riferimento standard già utilizzate in politica monetaria, come il grado di capacità inutilizzata, il prodotto potenziale e i tassi di interesse reali di equilibrio, non sono osservabili e la loro misurazione è soggetta a notevole incertezza. Persino la misurazione delle aspettative di inflazione è colma di difficoltà.

Una seconda obiezione è che la politica monetaria avrebbe un impatto ridotto sui boom finanziari, e quindi sull'espansione del credito, sui prezzi delle attività e sull'assunzione di rischio. Ma proprio questi sono canali fondamentali attraverso i quali lo stimolo monetario influisce sulla domanda aggregata. E proprio questa è stata la strategia *esplicitamente* seguita dalle banche centrali dopo la crisi per ravvivare l'economia. L'evidenza empirica indica semmai che le banche centrali sono riuscite molto bene a influenzare i mercati finanziari e l'assunzione di rischi finanziari, meno bene a incoraggiare l'assunzione di rischi nell'economia reale e quindi a sostenere il prodotto.

La questione più profonda è come riconciliare una strategia di questo tipo con gli obiettivi di inflazione. Tale strategia presuppone che si tollerino maggiormente scostamenti anche persistenti dell'inflazione dall'obiettivo, specialmente nel caso di disinflazione dovuta a forze positive dal lato dell'offerta. Le banche centrali sarebbero disposte a farlo? E i loro quadri di riferimento lo consentirebbero? La risposta sarà diversa per ogni banca centrale.

Alcuni degli attuali assetti di politica monetaria probabilmente lasciano già alle banche centrali una flessibilità sufficiente. Ad esempio, prevedono esplicitamente la possibilità di consentire che l'inflazione torni all'obiettivo di lungo periodo solo lentamente, a seconda dei fattori che ne hanno causato lo scostamento. Una scelta di questo tipo, naturalmente, dovrà essere attentamente spiegata e comunicata, cosa che potrebbe risultare alquanto difficile. Due fattori contribuiscono verosimilmente a spiegare perché le banche centrali non abbiano sfruttato appieno questa flessibilità. Il primo attiene alla loro percezione dei trade-off. Ad esempio, esse potrebbero considerare la deflazione come una specie di linea invalicabile, pena l'innescare di una spirale destabilizzante. L'altro fattore attiene alla possibilità di utilizzare in alternativa gli strumenti macroprudenziali.

Comunque sia, in vari casi gli assetti di politica monetaria e i mandati che ne sono alla base potrebbero apparire troppo restrittivi e richiedere pertanto un adeguamento. Gli interventi potrebbero spingersi se necessario fino a una revisione dei mandati, ad esempio per assegnare maggior peso alle considerazioni di stabilità finanziaria. Ma imboccare questa strada richiede grande cautela. Il processo di revisione e i suoi risultati finali potrebbero essere imprevedibili e aprire la porta a pressioni politiche indesiderate.

In generale, occorrerebbe in via prioritaria sfruttare appieno il margine di manovra esistente, nonché promuovere le prospettive analitiche che mettono in evidenza i costi che comporta l'omissione delle considerazioni di stabilità finanziaria dall'impostazione della politica monetaria. È fondamentale conquistare il sostegno dell'opinione pubblica. La rivisitazione dei mandati potrà essere rimandata a un momento ulteriore, come ultima istanza.

E il sistema monetario e finanziario internazionale? Mettere in ordine casa propria, conformemente con i principi sopradescritti, rappresenterebbe già un

grande passo avanti: ridurrebbe notevolmente gli effetti negativi di propagazione al resto del villaggio globale. Ma occorre fare di più (Capitolo V).

Questa necessità è da tempo riconosciuta per quanto riguarda la dimensione "finanziaria" del sistema, ed è stata alla base della cooperazione sempre più stretta per l'elaborazione e l'attuazione di standard prudenziali condivisi, nonché per la vigilanza quotidiana sulle banche. Il cammino non è stato semplice, e inevitabilmente perde slancio con l'affievolirsi del ricordo della crisi. Ma esso prosegue, in particolare con le varie iniziative avviate sotto l'egida del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del Financial Stability Board (cfr. infra). La realizzazione di progressi richiederà un impegno tenace; il rischio che le priorità e i pregiudizi nazionali prendano il sopravvento è sempre dietro l'angolo.

Per contro, la stessa necessità è riconosciuta molto meno per la dimensione "monetaria" del sistema, se non altro dalla fine del sistema di Bretton Woods. A questo riguardo è utile distinguere fra la gestione delle crisi e la loro prevenzione. La cooperazione nella gestione delle crisi, principalmente attraverso linee di swap valutari, è da tempo una realtà; nella prevenzione delle crisi, ovvero nell'impostazione ordinaria delle politiche monetarie, la cooperazione è stata invece molto più blanda.

Per quanto concerne la gestione delle crisi, le banche centrali hanno fatto tesoro dell'esperienza maturata durante la Grande Crisi Finanziaria. Fra le banche centrali delle principali aree valutarie esistono o possono essere rapidamente istituite all'occorrenza linee di swap in valuta estera. Questi meccanismi potrebbero essere ulteriormente rafforzati, sebbene si pongano questioni di gestione dei rischi e di governance.

Tuttavia, gli accordi internazionali per l'offerta di liquidità di emergenza non possono e non devono sostituirsi alle iniziative di cooperazione volte a prevenire le crisi finanziarie. Non possono farlo poiché i costi economici e sociali di una crisi sono semplicemente troppo ingenti e imprevedibili. E non devono farlo per evitare l'azzardo morale e la tendenza a sovraccaricare le banche centrali.

Due fattori hanno seriamente ostacolato la cooperazione in ambito monetario al di fuori delle crisi. Il primo attiene alla diagnosi, e quindi alle percezioni riguardo alla necessità di agire. Come già spiegato, l'opinione prevalente è che tassi di cambio flessibili, uniti a regimi nazionali focalizzati sull'inflazione, possano produrre gli esiti auspicati a livello mondiale. Pertanto, il dibattito su come promuovere il coordinamento internazionale si è imperniato attorno alla questione degli squilibri di conto corrente, che si prestano meno a essere gestiti con misure di politica monetaria. Di fatto, i termini "squilibrio" e "squilibrio di conto corrente" sono stati addirittura utilizzati come sinonimi. Il secondo fattore attiene ai mandati e quindi agli incentivi ad agire. Il carattere nazionale dei mandati complica le cose: gli interventi, infatti, devono essere chiaramente percepiti come intesi a promuovere gli interessi del proprio paese. In altre parole, non si percepiscono né la necessità né gli incentivi ad agire.

Eppure nessuno di questi due fattori dovrebbe essere un ostacolo. La prospettiva dell'elasticità finanziaria eccessiva sottolinea la necessità di cooperazione internazionale: gli effetti di propagazione e retroazione fra paesi sono semplicemente troppo deleteri. Essa sposta inoltre l'accento sugli squilibri finanziari, il punto cieco degli assetti attuali, e mostra come talvolta sia stato controproducente focalizzarsi esclusivamente sugli squilibri di conto corrente: così facendo, ad esempio, si sono intensificate le pressioni sui paesi eccedentari a

incrementare la domanda interna anche quando si stavano formando squilibri finanziari, come nel caso del Giappone negli anni ottanta o in Cina dopo la crisi. Per quanto riguarda gli incentivi, il carattere nazionale dei mandati non ha impedito una stretta cooperazione in ambito prudenziale.

Fino a che punto potrebbe spingersi realisticamente la cooperazione internazionale? Come minimo, dovrebbe essere possibile agire in modo illuminato nel proprio interesse, sulla base di uno scambio esauriente di informazioni. Ciò significherebbe tenere conto in maniera più sistematica degli effetti di propagazione e retroazione al momento di definire le politiche. Una responsabilità particolare spetterebbe alle giurisdizioni di emissione delle monete internazionali. La cooperazione potrebbe estendersi occasionalmente anche a decisioni comuni sia sui tassi di interesse sia sugli interventi nei mercati dei cambi, in aggiunta a quelle prese in situazioni di crisi. Purtroppo la definizione di nuove regole del gioco internazionali che contribuiscano a instillare una maggiore disciplina nelle politiche nazionali presupporrebbe un senso di urgenza maggiore.

### Cosa fare ora?

Lo spazio di manovra delle politiche macroeconomiche si sta restringendo di anno in anno. In alcune giurisdizioni la politica monetaria sta già mettendo alla prova i propri limiti, tanto da estendere le frontiere dell'impensabile. In altre i tassi ufficiali stanno ancora scendendo. La politica di bilancio, dopo l'espansione post-crisi, è stata ridimensionata di fronte all'acutizzarsi dei timori per la sostenibilità. Nelle EME, con il rallentamento della crescita, le posizioni di bilancio si stanno deteriorando. Cosa occorre quindi fare ora, oltre a intensificare gli sforzi di riforma per promuovere la crescita della produttività?

Per la politica di bilancio la priorità assoluta è garantire che il debito sovrano sia avviato su un sentiero sostenibile, anche se la situazione che si osserva è spesso un'altra (Capitolo III). Si tratta di una condizione essenziale per conseguire una stabilità monetaria, finanziaria e macroeconomica duratura. Ed è ciò che definisce lo spazio di manovra nel breve periodo. Laddove siano in dubbio le prospettive di crescita a più lungo termine, sarebbe assai imprudente spingere per un'ulteriore espansione fiscale, un errore commesso già a sufficienza in passato. Per i paesi che dispongono di un margine di manovra fiscale e necessitano di usarlo, si tratta di capire come farlo nel modo più efficace. Ciò significa, anzitutto e soprattutto, agevolare il risanamento dei bilanci del settore privato, sostenere le riforme per la crescita della produttività a lungo termine e porre una maggiore, ma corretta, enfasi sugli investimenti piuttosto che sui trasferimenti correnti. In materia di spesa pubblica, la qualità è più importante della quantità.

Per la politica monetaria la necessità è quella di comprendere appieno i rischi per la stabilità finanziaria, e quindi per la stabilità macroeconomica, collegati alle politiche attuali. Vero è che sussiste grande incertezza circa il funzionamento dell'economia. Ma proprio per questo motivo sembra imprudente accollare alle politiche prudenziali l'intero onere di gestire i rischi per la stabilità finanziaria. Come sempre, la calibrazione esatta varierà da paese a paese, ma come regola generale un approccio più bilanciato dovrebbe assegnare una rilevanza maggiore rispetto a quanto fatto finora ai rischi di una normalizzazione troppo tardiva o troppo graduale della politica monetaria. Laddove sia invece necessaria un'espansione, lo stesso ragionamento vale con riferimento ai rischi di un allentamento troppo aggressivo e persistente.

Viste le circostanze in cui ci troviamo, il percorso di normalizzazione è destinato a essere accidentato. L'assunzione di rischio nei mercati finanziari è proseguita ormai troppo a lungo. E l'illusione che i mercati resteranno liquidi anche in situazioni di stress è fin troppo diffusa (Capitolo II). Ma se si prorogheranno ancora le attuali condizioni straordinarie, la probabilità di turbolenze non farà che aumentare. Quanto più si tenderà l'elastico, tanto più violentemente esso colpirà tornando indietro. Il ripristino di condizioni più normali è fondamentale anche nell'ottica di far fronte alla prossima recessione, che prima o poi si presenterà. A che serve un'arma se è priva di munizioni? Pertanto, con debito riguardo alle condizioni specifiche di ciascun paese, la normalizzazione della politica monetaria andrà perseguita con mano ferma e costante.

Tutto ciò rende naturalmente ancora più importante rafforzare le salvaguardie prudenziali (Capitolo VI). Gli strumenti macroprudenziali andranno applicati con vigore, ma senza creare aspettative irrealistiche riguardo a ciò che da soli possono fare. Ove opportuno, andrà perseguito energicamente il risanamento dei bilanci attraverso il riconoscimento delle perdite e operazioni di ricapitalizzazione. E le iniziative in corso in ambito regolamentare andranno messe in atto tempestivamente e integralmente. In particolare, la ricalibrazione dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) delle banche è di cruciale importanza per offrire un presidio affidabile da affiancare ai coefficienti patrimoniali obbligatori ponderati per il rischio. Analogamente, sarà essenziale fissare uno standard rigoroso per il rischio di tasso di interesse nel portafoglio bancario, specialmente ora che i tassi di interesse nominali sono così eccezionalmente bassi da così tanto tempo.

## Conclusioni

L'economia mondiale sta nuovamente crescendo a ritmi non lontani dalla media storica. La flessione dei corsi petroliferi dovrebbe conferirle ulteriore slancio nel breve periodo, nonostante stia temporaneamente accentuando le pressioni al ribasso sui prezzi. Non tutto, però, va per il meglio. Gli oneri debitori e i rischi finanziari sono ancora troppo elevati, la crescita della produttività troppo bassa e il margine di manovra delle politiche macroeconomiche troppo limitato. L'espansione economica mondiale è sbilanciata. I tassi di interesse straordinariamente bassi da tempi eccezionalmente lunghi sono il segno tangibile di questo malessere.

Non c'è nulla di ineluttabile in tutto ciò. I problemi che ci troviamo davanti sono il prodotto dell'uomo e dall'uomo possono essere risolti. In questo capitolo è stata offerta una delle tante possibili diagnosi: crediamo che la piaga attuale rifletta, in misura considerevole, l'incapacità degli assetti di policy di venire a termini con l'"elasticità finanziaria eccessiva" dell'economia mondiale, ossia la propensione di quest'ultima a generare boom e bust finanziari estremamente perniciosi. Essi lasciano dietro di sé ferite profonde e durature nel tessuto economico che, se non curate adeguatamente, impediscono il ritorno dell'economia a un'espansione sana e sostenibile, un'espansione che non prepari il terreno per un nuovo deleterio ciclo. Nel lungo periodo, il rischio è che si radichi l'instabilità e la debolezza diventi cronica.

Si può dissentire da questa diagnosi. Ma è più difficile dissentire dal principio generale di usare prudenza allorché la diagnosi è incerta. Usare prudenza significa seguire un trattamento che contempli la possibilità di errore. Da questo punto di vista, l'impostazione attuale delle politiche macroeconomiche appare troppo

sbilanciata. In fin dei conti, essa si basa ancora sulla convinzione che l'inflazione basti come metro affidabile della sostenibilità, o che comunque i rischi per la stabilità finanziaria possano essere adeguatamente fronteggiati con le sole politiche prudenziali. Si tratta di un punto di vista familiare: fatti gli opportuni distinguo, richiama da vicino il modo di fare pre-crisi.

Un approccio più bilanciato presenterebbe varie caratteristiche. Cercherebbe di gestire i boom e i bust finanziari attraverso un insieme di politiche – monetaria, fiscale e prudenziale – anziché attraverso la sola politica prudenziale. Modificherebbe il mix delle politiche a favore di misure strutturali e a scapito delle politiche di gestione della domanda, in particolare la politica monetaria. E non presumerebbe che basti tenere la propria casa in ordine per far sì che sia in ordine anche il villaggio globale.

Spostare l'enfasi dal breve al più lungo periodo è oggi quanto mai importante. Negli ultimi decenni la lenta formazione di boom e bust finanziari sembra aver prolungato il tempo economico rispetto al tempo scandito dal calendario: gli andamenti economici che contano *davvero* si sviluppano oggi su periodi molto più estesi. Parallelamente, gli orizzonti decisionali dei responsabili delle politiche e degli operatori di mercato si sono accorciati. I mercati finanziari hanno compresso i tempi di reazione e le autorità hanno rincorso sempre più da vicino i mercati, in quella che è divenuta una relazione sempre più stretta e autoreferenziale. È questa combinazione di tempi economici più lunghi e orizzonti decisionali più brevi che in definitiva contribuisce a spiegare le circostanze in cui ci troviamo, e come l'impensabile possa diventare ordinario prima ancora che ce ne rendiamo conto. Non dovremmo permettere che ciò accada.



## II. I mercati finanziari ancora dipendenti dalle banche centrali

Nel periodo in esame, da metà 2014 a fine maggio 2015, le politiche monetarie accomodanti hanno continuato a spingere verso l'alto i prezzi nei mercati delle attività a livello globale. Di fronte a un ulteriore differimento delle aspettative di incrementi del tasso ufficiale e ai nuovi acquisti di attività, è proseguita vigorosa l'assunzione di rischio da parte degli investitori. Di conseguenza, i prezzi delle obbligazioni sono saliti, gli indici azionari hanno toccato ripetutamente nuovi massimi e sono cresciuti anche i prezzi di altre attività rischiose. Inoltre, è aumentata l'esposizione degli investitori internazionali verso le attività più rischiose.

Con le banche centrali ancora orientate su politiche di allentamento, i rendimenti delle obbligazioni nelle economie avanzate hanno continuato a scendere durante buona parte del periodo. In più di un caso i mercati obbligazionari sono entrati in territorio inesplorato: i rendimenti nominali sono calati al disotto dello zero perfino per scadenze oltre i cinque anni. Il motivo principale è stata la flessione dei premi a termine, ma hanno giocato un ruolo anche le revisioni al ribasso delle previsioni sull'andamento dei tassi ufficiali. Verso la fine del periodo in esame i rendimenti obbligazionari, specialmente in Europa, hanno subito brusche inversioni di rotta, con gli investitori sempre più a disagio per i livelli sproporzionati delle quotazioni.

Segnali di fragilità dei mercati si sono manifestati anche a più ampio raggio. Gli episodi di volatilità sono diventati sempre più frequenti in tutti i mercati, e in quelli del reddito fisso sono comparsi segnali di illiquidità. Con il ridimensionamento dell'attività dei market-maker dopo la Grande Crisi Finanziaria, è cresciuta l'importanza degli asset manager come fonte di liquidità. Questi cambiamenti, insieme all'incremento della domanda di parte ufficiale, possono aver ridotto la liquidità e rafforzato l'illusione di liquidità in alcuni mercati obbligazionari.

Le aspettative di una crescente divergenza delle politiche monetarie negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si sono tradotte in un allargamento dei differenziali di tasso di interesse, con il risultato che il dollaro è schizzato verso l'alto e l'euro è colato a picco. In aggiunta a queste oscillazioni fuori misura, i mercati valutari hanno registrato più in generale movimenti accentuati, come l'impennata del franco svizzero dopo la sospensione del tasso di cambio minimo contro l'euro da parte della Banca nazionale svizzera, o il rapido deprezzamento delle valute di una serie di paesi produttori di energia.

Parallelamente all'impennata del dollaro, nella seconda metà del 2014 si è avuto un drastico calo dei prezzi del petrolio, seguito da una stabilizzazione e un parziale recupero nel secondo trimestre 2015. Il calo del petrolio è stato particolarmente accentuato, ma sono scesi anche i corsi delle materie prime più in generale. I rapidi movimenti dei prezzi in questi mercati sono stati frutto dell'effetto combinato di un indebolimento della domanda, in particolare nelle economie emergenti (EME), e – nel caso del petrolio – di un rafforzamento dell'offerta. Altre cause si possono ricercare nell'incremento dell'attività degli investitori finanziari sui mercati delle materie prime, che si stanno integrando sempre più con i mercati finanziari internazionali, e nel crescente indebitamento nel settore dell'energia.

La prima sezione di questo capitolo descrive i principali sviluppi nei mercati finanziari internazionali tra metà 2014 e la fine di maggio 2015. La seconda sezione si concentra sui rendimenti eccezionalmente bassi nei mercati dei titoli di Stato. La terza sezione analizza le fragilità crescenti dei mercati finanziari, in particolare l'illusione di liquidità nei mercati del reddito fisso. L'ultima sezione tratta dei sempre maggiori collegamenti fra i mercati delle materie prime, soprattutto il petrolio, e i mercati finanziari.

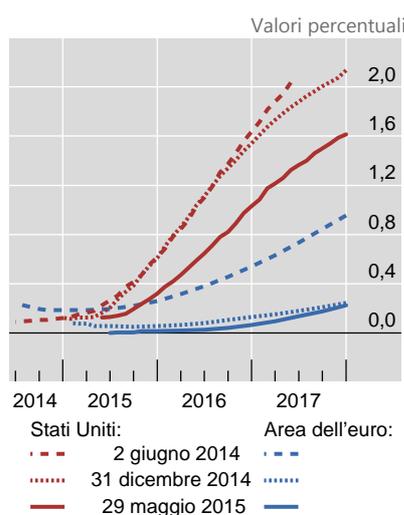
## L'allentamento monetario continua, ma le prospettive divergono

Nell'anno trascorso i mercati finanziari internazionali si sono mossi sullo sfondo di una crescente divergenza delle politiche macroeconomiche e monetarie. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno proseguito sulla strada della ripresa, mentre l'area dell'euro, il Giappone e una serie di EME hanno dovuto fare i conti con un indebolimento delle prospettive di crescita durante buona parte del periodo in esame (Capitolo III). In questo contesto, le manovre di politica monetaria, effettive e attese, hanno imboccato strade divergenti. La Federal Reserve statunitense ha messo fine al programma di acquisti di titoli su larga scala e ha continuato a fare passi graduali per preparare i mercati alla prospettiva di un aumento del tasso obiettivo sui federal fund. Tuttavia, di fronte alla crescita delle pressioni disinflazionistiche a livello globale, originate principalmente dalla caduta del prezzo del petrolio, la stragrande maggioranza delle banche centrali ha allentato la politica monetaria (Capitolo IV). Di conseguenza, la traiettoria dei tassi di interesse a

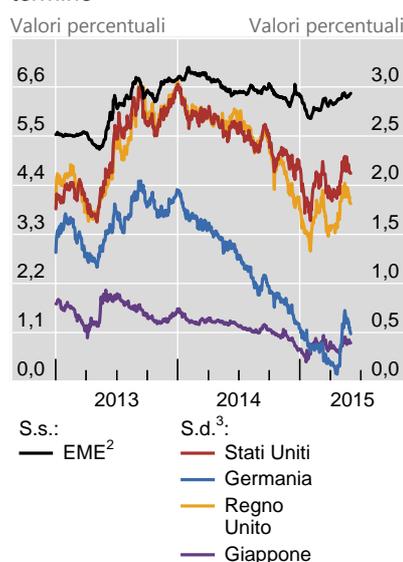
L'allentamento delle politiche monetarie spinge verso l'alto i prezzi degli attivi

Grafico II.1

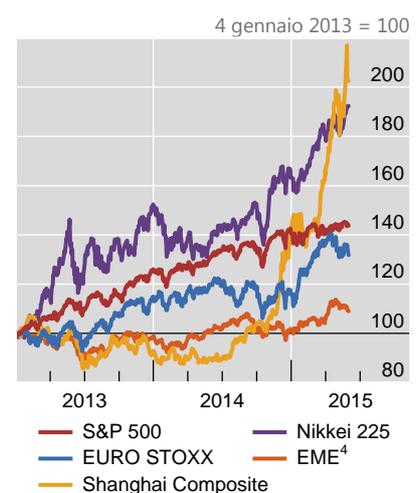
Curve dei tassi di interesse a termine<sup>1</sup>



Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine



Corsi azionari



<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti, futures sui federal fund a 30 giorni; per l'area dell'euro, futures sull'Euribor a tre mesi. <sup>2</sup> Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza in moneta locale. <sup>3</sup> Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni. <sup>4</sup> Indice MSCI Emerging Markets.

Fonti: Bloomberg; Datastream.

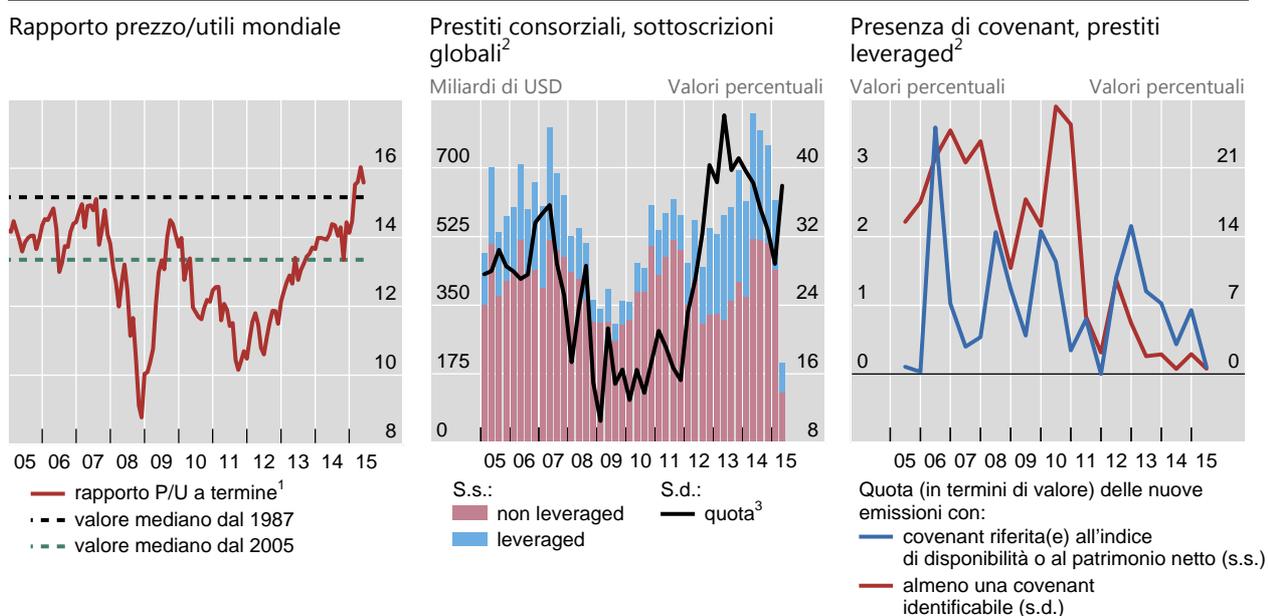
termine negli Stati Uniti si è discostata da quella dei tassi negli altri paesi, in particolare rispetto all'area dell'euro (grafico II.1, diagramma di sinistra).

La nuova ondata di accomodamento monetario ha sorretto i prezzi di tutte le classi di attività. Con l'ulteriore estensione delle aspettative di un mantenimento dei tassi di interesse su livelli prossimi allo zero e i nuovi acquisti di attività finanziarie da parte delle banche centrali, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi ai minimi storici in una serie di economie avanzate (grafico II.1, diagramma centrale). Inoltre, una quota crescente del debito sovrano è stata scambiata a rendimenti negativi (cfr. infra). La caduta dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro, cominciata nel 2014, ha avuto un'accelerazione agli inizi del 2015, quando la BCE ha lanciato il suo programma ampliato di acquisti di attività. I rendimenti dei titoli di Stato decennali in Germania sono scesi ad appena 7,5 punti base nell'aprile 2015, e anche in diversi altri paesi dell'area dell'euro, fra cui Francia, Italia e Spagna, i rendimenti hanno toccato i minimi storici. Perfino in Giappone, dove i rendimenti obbligazionari sono straordinariamente bassi da molti anni, i rendimenti dei titoli del Tesoro decennali hanno toccato un nuovo minimo di 20 punti base nel gennaio 2015. Tuttavia, la brusca risalita dei rendimenti a livello globale a cavallo tra aprile e maggio indica che gli investitori hanno giudicato eccessivi, almeno in parte, i cali precedenti.

La discesa dei rendimenti fino all'aprile 2015 ha rispecchiato in larga misura il calo dei premi a termine (cfr. infra). Anche le aspettative di una permanenza dei tassi ufficiali in prossimità dello zero più a lungo del previsto ha giocato un ruolo, specie sulle scadenze più brevi. Gli acquisti da parte delle banche centrali hanno accentuato la pressione al ribasso su premi e rendimenti, come anche il passaggio di alcune banche centrali a tassi ufficiali negativi. L'aspettativa che la Federal Reserve si stesse progressivamente avvicinando al primo rialzo dei tassi ha

## Si scorgono segnali di un'accresciuta assunzione di rischio

Grafico II.2



<sup>1</sup> Rapporto prezzo/utigli a termine a dodici mesi per l'indice azionario mondiale elaborato da Datastream. <sup>2</sup> In base ai dati disponibili fino al 21 maggio 2015. "Leveraged" comprende anche la categoria "highly leveraged". <sup>3</sup> Prestiti leveraged sul totale delle sottoscrizioni di prestiti sindacati.

Fonti: Datastream; Dealogic; elaborazioni BRI.

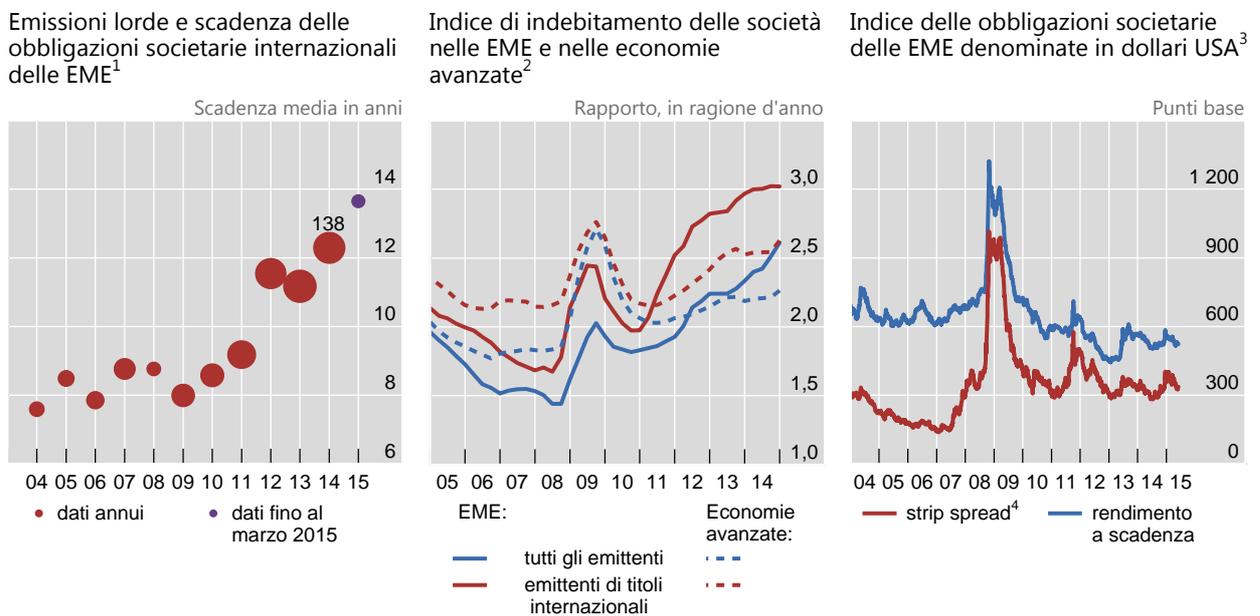
mantenuto i rendimenti statunitensi leggermente al di sopra di quelli di molte altre economie avanzate. Ciò nonostante, i rendimenti negli Stati Uniti hanno continuato a scendere a ritmo moderato per tutta la seconda metà del 2014 e agli inizi del 2015, quando la discesa si è arrestata (grafico II.1, diagramma centrale).

Parallelamente al calo dei rendimenti obbligazionari è proseguita la caccia al rendimento da parte degli investitori. I prezzi delle azioni sono saliti a livelli record in molti mercati (grafico II.1, diagramma di destra), nonostante le prospettive macroeconomiche rimanessero relativamente fiacche (tabella A1 dell'Allegato statistico). Nelle EME i mercati azionari si sono generalmente mostrati meno esuberanti, con alcune eccezioni: l'indice Shanghai Composite ha registrato un'impennata del 125% nel periodo in esame, a dispetto delle indicazioni sempre maggiori di un rallentamento dell'economia cinese. Di fronte alla crescente sopravvalutazione delle quotazioni, a fine aprile e nel maggio di quest'anno i mercati azionari hanno subito alcune correzioni, pesanti ma di breve durata.

Chiari segnali di una maggiore propensione al rischio sono stati ravvisabili sia nei prezzi di mercato sia negli indicatori quantitativi. I rapporti prezzo/utili a livello mondiale hanno proseguito la tendenza al rialzo iniziata nel 2012, superando il valore mediano sia dell'ultimo decennio sia del periodo dal 1987 a oggi (grafico II.2, diagramma di sinistra). Nel mercato dei prestiti consorziali la quota di prestiti soggetti a leva finanziaria ("leveraged"), concessi a prenditori con basso merito di credito ed elevato indebitamento, è salita quasi al 40% delle nuove sottoscrizioni

### Si allungano le durate a scadenza e aumenta il rischio di credito delle obbligazioni societarie delle EME

Grafico II.3



<sup>1</sup> Somma delle emissioni di società non finanziarie e società finanziarie non bancarie delle EME, in base alla residenza. La grandezza dei cerchi rispecchia il volume relativo delle emissioni lorde in ciascun anno. Il dato riportato vicino al cerchio per il 2014 corrisponde all'importo delle emissioni lorde nel 2014 in miliardi di dollari USA. EME: Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Estonia, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Islanda, Lettonia, Lituania, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Slovenia, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. <sup>2</sup> Indice di indebitamento = debito totale/EBITDA, dove EBITDA corrisponde agli utili al lordo di interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni; calcolato come media mobile di quattro trimestri impiegando gli utili effettivi; le EME sono quelle elencate alla nota 1; le economie avanzate sono area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. <sup>3</sup> Indice JPMorgan CEMBI Broad Diversified. <sup>4</sup> Rispetto ai titoli del Tesoro USA.

Fonti: JPMorgan Chase; S&P Capital IQ; database BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

nell'aprile-maggio 2015 (grafico II.2, diagramma centrale). La quota di questi prestiti che presentava clausole di salvaguardia dei creditori (covenant) è inoltre rimasta molto bassa (grafico II.2, diagramma di destra).

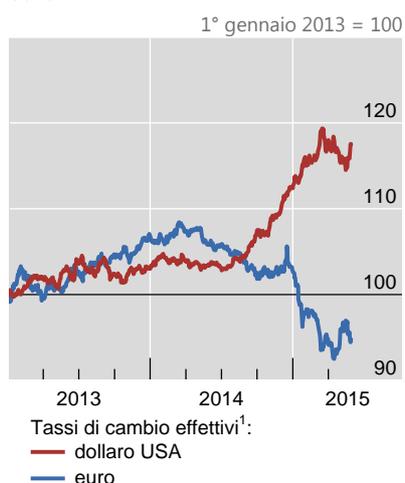
L'accresciuta esposizione degli investitori internazionali verso classi di attività più rischiose è stata evidente anche nei mercati delle obbligazioni societarie delle EME. Dal 2010 le imprese delle EME hanno emesso sui mercati internazionali quantità crescenti di debito con scadenze progressivamente più lunghe (grafico II.3, diagramma di sinistra). Contemporaneamente, si è avuto un deterioramento della loro capacità di servizio del debito. In particolare, l'indice di indebitamento delle imprese delle EME è cresciuto rapidamente fino a raggiungere il livello più alto da un decennio a questa parte, superiore a quello delle economie avanzate sia per le entità che emettono obbligazioni sui mercati internazionali sia per quelle che si finanziano sui mercati del debito nazionali (grafico II.3, diagramma centrale). Nonostante l'intensa attività di collocamento e l'accresciuta rischiosità delle obbligazioni societarie delle EME, il premio di rischio richiesto dagli investitori in linea di massima non è cresciuto (grafico II.3, diagramma di destra).

I movimenti fuori misura dei tassi di cambio nel corso dell'anno passato sono una chiara dimostrazione della notevole influenza della politica monetaria sui mercati finanziari. Il dollaro statunitense ha segnato un apprezzamento fra i più rapidi e pronunciati che si ricordino, guadagnando il 15% circa su base ponderata per il commercio fra metà 2014 e il primo trimestre 2015, prima di stabilizzarsi (grafico II.4, diagramma di sinistra). Contemporaneamente, l'euro ha perso oltre il 10% del suo valore. L'allargamento del differenziale di interesse fra titoli di debito in dollari e in euro, riflesso della divergenza negli orientamenti di politica monetaria, ha incoraggiato sempre più gli investitori a spostarsi sulle attività in dollari, giocando apparentemente un ruolo maggiore che in passato (grafico II.4,

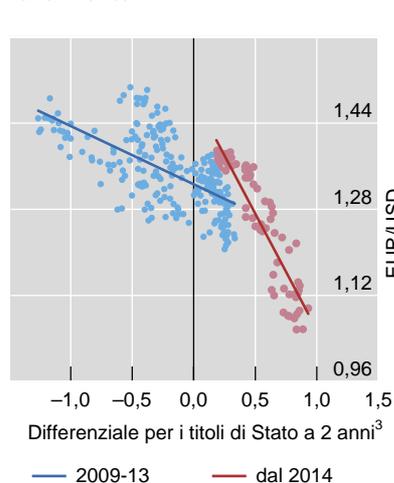
## Si impenna il dollaro, crolla l'euro

Grafico II.4

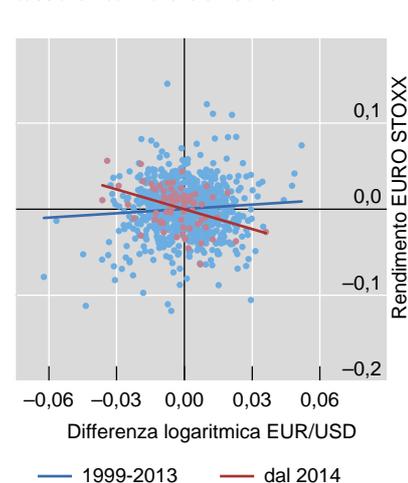
Andamenti divergenti di dollaro ed euro



EUR/USD e differenziale di rendimento<sup>2</sup>



Sensibilità dei mercati azionari al tasso di cambio dell'euro<sup>2,4</sup>



<sup>1</sup> Indici ampi dei tassi di cambio effettivi nominali elaborati dalla BRI. Un calo (aumento) indica un deprezzamento (apprezzamento) della moneta in termini basati sull'interscambio. <sup>2</sup> Osservazioni di fine settimana. <sup>3</sup> Differenziale di rendimento fra i titoli di Stato a due anni di Stati Uniti e Germania (in punti percentuali). <sup>4</sup> Una differenza logaritmica positiva (negativa) del cambio EUR/USD corrisponde a un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro nei confronti del dollaro.

Fonti: Bloomberg; BRI; elaborazioni BRI.

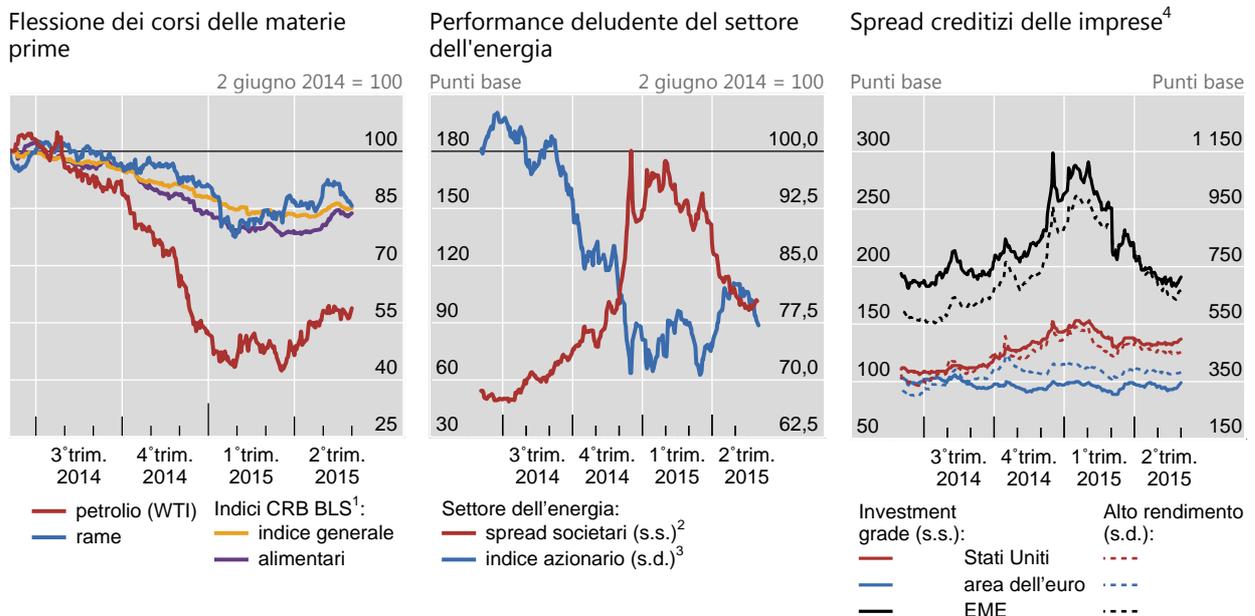
diagramma centrale). Tutto ciò mette in evidenza la crescente importanza delle aspettative sui tassi ufficiali per l'andamento dei cambi.

Con i tassi di cambio sempre più sensibili alle aspettative di politica monetaria, i prezzi delle azioni sono diventati maggiormente reattivi ai movimenti dei tassi di cambio. Nell'area dell'euro, in particolare, è emersa dal 2014 una relazione statisticamente significativa fra i rendimenti dell'indice EURO STOXX e il tasso di cambio euro/dollaro. Nello specifico, un deprezzamento dell'euro dell'1% ha coinciso in media con un aumento di circa lo 0,8% dei corsi azionari (grafico II.4, diagramma di destra). Nessuna relazione di questo tipo si era manifestata dall'introduzione dell'euro.

Esattamente come i mercati dei cambi, i mercati delle materie prime hanno registrato ampie oscillazioni di prezzo, con un calo particolarmente accentuato per quanto riguarda il petrolio. Il prezzo del greggio West Texas Intermediate (WTI) è sceso dagli oltre \$105 al barile di metà 2014 ai \$45 al barile di gennaio 2015, prima di stabilizzarsi e recuperare parzialmente terreno (grafico II.5, diagramma di sinistra). Si è trattato della flessione più rapida e pronunciata dai tempi del tracollo di Lehman Brothers. Il fatto che anche i prezzi delle materie prime non energetiche siano scesi – anche se molto meno del petrolio – indica che la caduta del prezzo del greggio è stata, almeno in parte, frutto di condizioni macroeconomiche più generali, fra cui l'indebolimento delle prospettive di crescita nelle EME. Un'altra causa, tuttavia, è da ricercarsi in fattori specifici al mercato petrolifero (cfr. il riquadro II.A e l'ultima sezione di questo capitolo). Particolare rilievo ha avuto l'annuncio dell'OPEC, nel novembre dello scorso anno, che i suoi membri non avrebbero ridotto la produzione nonostante il calo dei prezzi.

## La caduta del petrolio mette sotto pressione il settore dell'energia

Grafico II.5



<sup>1</sup> Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. <sup>2</sup> Differenza fra gli option-adjusted spread dei titoli di debito investment grade delle società del settore dell'energia e di quelli del settore societario complessivo, per area dell'euro, EME e Stati Uniti (media semplice). L'indice del settore dell'energia delle EME comprende titoli di debito sia investment grade sia ad alto rendimento. <sup>3</sup> Media semplice dei prezzi dei titoli del settore dell'energia; per gli Stati Uniti, indice azionario S&P 500; per l'area dell'euro e le EME, indici MSCI. <sup>4</sup> Option-adjusted spread rispetto alle note del Tesoro USA.

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

I ribassi particolarmente pronunciati del petrolio e delle altre materie prime energetiche hanno messo in difficoltà il settore dell'energia, facendo crollare le sue prospettive di profitto. Le conseguenze sono state un calo pronunciato delle quotazioni azionarie delle aziende energetiche e un'impennata dei loro rendimenti obbligazionari rispetto a quelli di altri settori, cui ha fatto seguito una ripresa quando i prezzi del petrolio si sono stabilizzati e hanno ricominciato a salire all'inizio del 2015 (grafico II.5, diagramma centrale). Vista la rapida crescita della quota del settore energetico nei mercati delle obbligazioni societarie negli ultimi anni (cfr. infra), l'impennata e la successiva caduta dei rendimenti obbligazionari di tale settore hanno influenzato fortemente i movimenti degli spread sui titoli di debito societari più in generale (grafico II.5, diagramma di destra).

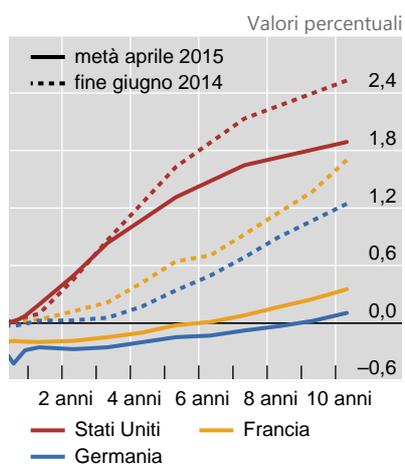
## I rendimenti obbligazionari scendono in territorio negativo

Uno sviluppo sorprendente nel corso dell'anno passato è stato il rapido aumento dell'incidenza dei titoli con rendimento nominale negativo, anche sulle scadenze lunghe. Ciò si è verificato quando diverse banche centrali, BCE inclusa, hanno introdotto tassi ufficiali negativi (Capitolo IV). Al loro punto di minimo, intorno a metà aprile, i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e francesi erano scesi sotto lo zero per le scadenze fino a, rispettivamente, nove e cinque anni (grafico II.6, diagramma di sinistra). In Svizzera, dove la banca centrale ha tagliato il tasso ufficiale al  $-0,75\%$  dopo aver sospeso il cambio minimo contro l'euro, la curva dei rendimenti dei titoli di Stato è precipitata sotto zero perfino per le scadenze oltre i 10 anni (grafico II.6, diagramma centrale). In Danimarca e Svezia, dove i tassi ufficiali sono stati portati sotto lo zero, la curva dei rendimenti è diventata negativa fino alle scadenze intorno ai cinque anni. Con tassi a breve termine già ai minimi storici in molte economie, questi movimenti hanno comportato un ulteriore massiccio

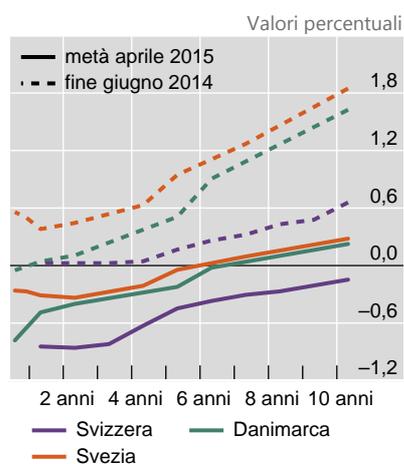
### I rendimenti calano, le curve si appiattiscono

Grafico II.6

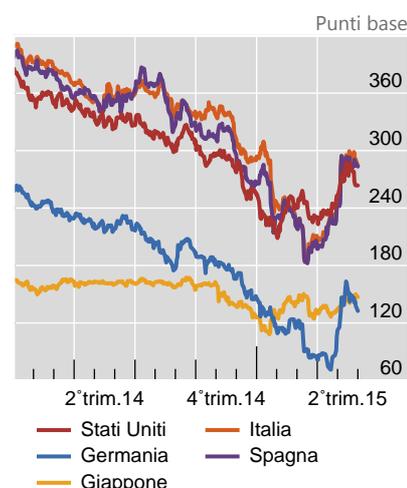
Curve dei rendimenti dei titoli di Stato<sup>1</sup>



Curve dei rendimenti dei titoli di Stato<sup>1</sup>



Pendenza della curva dei rendimenti<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Le linee punteggiate rappresentano le osservazioni del 30 giugno 2014, quelle continue le osservazioni del 15 aprile 2015. <sup>2</sup> Differenza fra i rendimenti dei titoli di Stato a 30 e a un anno per ciascun paese.

Fonte: Bloomberg.

appiattimento delle curve dei rendimenti fino agli inizi del 2015 (grafico II.6, diagramma di destra).

Con l'accelerazione del calo dei rendimenti tra il 2014 e il 2015, il disagio degli investitori per il livello sproporzionato delle quotazioni è andato crescendo, creando le condizioni per la repentina inversione di rotta dei mercati obbligazionari alla fine di aprile e nel maggio di quest'anno (grafico II.1, diagramma centrale). La risalita dei rendimenti è stata particolarmente accentuata nell'area dell'euro. I rendimenti sovrani tedeschi a 10 anni, ad esempio, sono aumentati dai minimi storici di -10 punti base nella seconda metà di aprile a oltre 70 punti base a metà maggio, e altri paesi dell'area dell'euro hanno registrato incrementi analoghi. Anche al di fuori dell'Europa i rendimenti sono saliti, pur se generalmente in misura minore.

Il calo accentuato dei premi a termine ha avuto un ruolo fondamentale nella discesa dei rendimenti registrata sino agli ultimi di aprile 2015. Scomponendo i rendimenti dei titoli di Stato decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro nella componente delle aspettative sui tassi di interesse futuri e in quella dei premi, si nota che fra metà 2014 e aprile 2015 il premio a termine stimato è diminuito di 60 punti base negli Stati Uniti e di 100 punti base nell'area dell'euro (grafico II.7, diagrammi di sinistra). Negli Stati Uniti questo andamento è stato in parte compensato da un incremento di circa 15 punti base della componente delle aspettative. Tale incremento, a sua volta, era il frutto esclusivo di un aumento dei tassi di interesse reali attesi (+40 punti base), coerente con le aspettative di un innalzamento relativamente imminente dei tassi ufficiali negli Stati Uniti, mentre le aspettative di un calo dell'inflazione hanno avuto un effetto di segno opposto (-25 punti base; grafico II.7, diagramma in alto a destra). Nell'area dell'euro le oscillazioni della componente delle aspettative non sono state statisticamente rilevanti e la caduta dei rendimenti dei titoli di Stato è interamente riconducibile al calo del premio a termine (grafico II.7, diagrammi in basso).

Gli acquisti di titoli da parte delle banche centrali hanno sicuramente contribuito in modo importante al calo dei premi a termine e dei rendimenti, rafforzando gli effetti dei minori tassi ufficiali attesi. Questo vale in particolare per l'area dell'euro (cfr. infra), ma il profilo temporale dei movimenti indica che l'effetto di questi acquisti si è esteso anche al mercato obbligazionario statunitense, cui si sono rivolti gli investitori alla ricerca di rendimenti più alti (cfr. anche il Capitolo V).

L'impatto del programma ampliato di acquisti di attività della BCE sui tassi di interesse dell'area dell'euro è stato ben visibile. Sia l'annuncio del programma, il 22 gennaio 2015, sia l'inizio degli acquisti, il 9 marzo 2015, hanno generato importanti oscillazioni dei prezzi. I due eventi hanno spostato verso il basso la curva dei rendimenti dei futures sull'Euribor a tre mesi fino a 18 punti base, corrispondenti grosso modo a un differimento di nove mesi dell'innalzamento atteso dei tassi di interesse (grafico II.8, primo diagramma). In aggiunta, hanno fatto scendere di oltre 30 punti base i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Germania e Francia.

Il calo dei premi a termine ha influenzato altre attività con elevata durata finanziaria, oltre a quelle direttamente interessate dagli acquisti. I tassi degli overnight index swap (OIS) sull'EONIA sono scesi di 23 e 28 punti base, rispettivamente, per le scadenze a 10 e 30 anni (grafico II.8, secondo diagramma). Inoltre, sebbene gli acquisti ampliati della BCE riguardassero soltanto titoli del settore pubblico, l'intensificarsi della ricerca di rendimento degli investitori ha compresso anche i rendimenti delle obbligazioni societarie con rating tripla A dell'area dell'euro lungo l'intera struttura per scadenze, in modo particolare quelli dei titoli con duration più lunga (grafico II.8, terzo diagramma).

## Il calo dei premi a termine comprime ulteriormente i rendimenti<sup>1</sup>

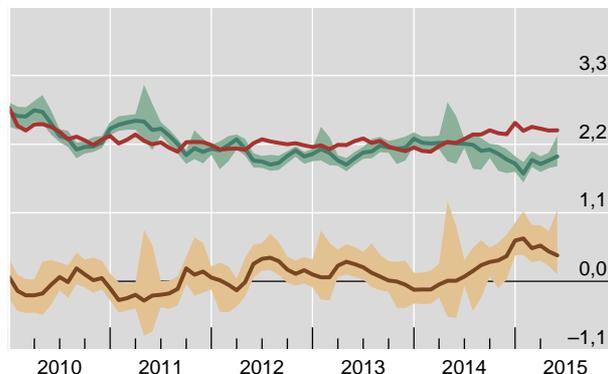
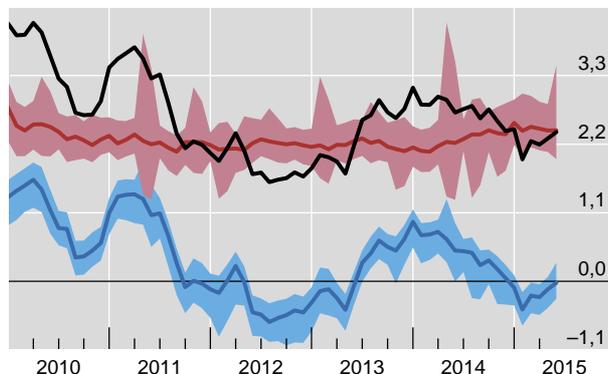
Valori percentuali

Grafico II.7

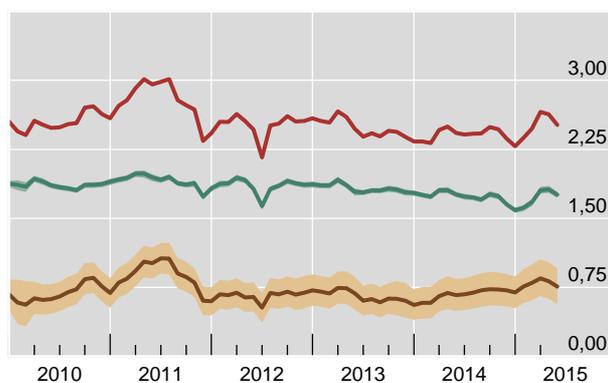
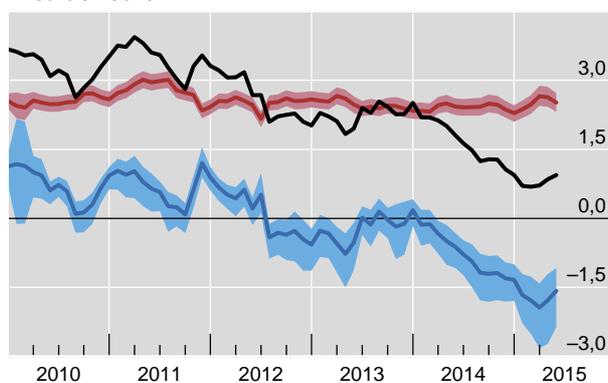
Rendimento obbligazionario decennale

Componente delle aspettative

Stati Uniti



Area dell'euro



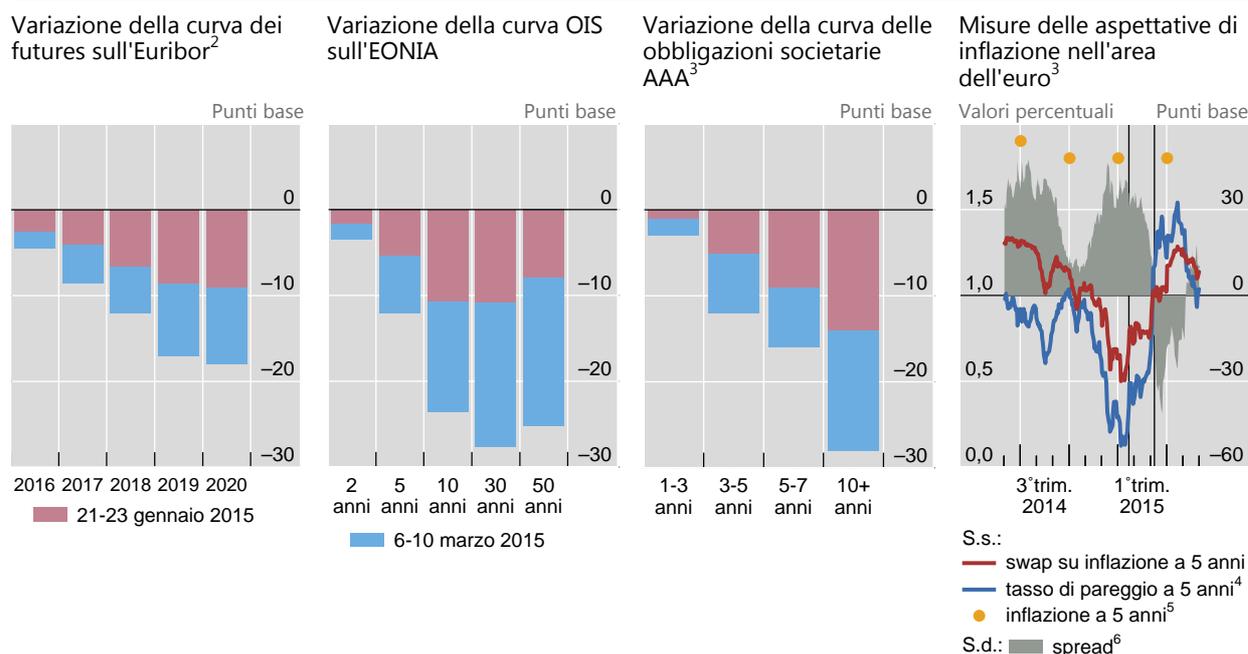
— rendimento obbligazionario decennale — premio a termine  
— componente delle aspettative

— componente delle aspettative — inflazione attesa  
— tasso reale atteso

<sup>1</sup> Scomposizione del rendimento nominale a 10 anni basata sulla stima di un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto; cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014. I rendimenti sono espressi in termini nominali (zero coupon); per l'area dell'euro, si usano i dati relativi al titolo di Stato francese. Le aree ombreggiate rappresentano intervalli di confidenza al 90% per le componenti stimate, basati su 100 000 estrazioni del vettore dei parametri del modello dalla distribuzione calcolata sulla base della massima verosimiglianza e della corrispondente matrice di covarianza.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Gli effetti più evidenti degli acquisti delle banche centrali si sono avuti probabilmente nella reazione dei prezzi dei titoli dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione. Con l'Eurosistema che si preparava a dare il via agli acquisti di titoli, i tassi di inflazione di pareggio dell'area sono saliti in misura rilevante. L'aumento è stato in larga parte una conseguenza diretta del programma di acquisti, non di un innalzamento delle aspettative di inflazione: i tassi degli swap sull'inflazione sono cresciuti molto meno, e le misure dell'inflazione attesa basate sulle indagini sono rimaste stabili. Il differenziale fra i tassi degli swap sull'inflazione e i corrispondenti tassi di inflazione di pareggio può essere visto come un indicatore dei premi di liquidità nei due mercati rispetto alle obbligazioni nominali. Il differenziale fra i due tipi di tassi, di regola positivo, è calato sensibilmente, di 40 punti base, entrando in territorio negativo per la scadenza a cinque anni (grafico II.8, ultimo diagramma). Questo sembra indicare che in previsione degli acquisti della BCE – che com'era stato esplicitamente annunciato avrebbero incluso i titoli indicizzati – il premio di



<sup>1</sup> Variazioni fra il giorno precedente e quello successivo alla data di annuncio del programma ampliato di acquisto di attività (22 gennaio 2015) e alla data di avvio degli acquisti (9 marzo 2015). <sup>2</sup> Futures con scadenza marzo 2016, marzo 2017, marzo 2018, marzo 2019 e marzo 2020. <sup>3</sup> Le linee verticali indicano l'annuncio del programma ampliato di acquisto di attività il 22 gennaio 2015 e l'avvio degli acquisti il 9 marzo 2015. <sup>4</sup> In base ai titoli di Stato francesi. <sup>5</sup> In base all'indagine Survey of Professional Forecasters della BCE. <sup>6</sup> Differenziale fra i tassi di swap sull'inflazione a cinque anni e i tassi di inflazione di pareggio a cinque anni.

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

liquidità richiesto dagli investitori su questi titoli si è ridotto notevolmente, spingendo i rendimenti reali molto più giù di quelli nominali. Ciò concorda con quanto osservato per gli acquisti di Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) da parte della Federal Reserve.

Gli acquisti delle banche centrali hanno consolidato il peso crescente delle disponibilità ufficiali nei mercati dei titoli di Stato, che sono aumentate in modo considerevole dopo la crisi nei mercati del debito sovrano delle principali economie, in particolare per quanto riguarda i titoli denominati nelle valute di riserva (cfr. anche il Capitolo V). La parte del leone, in questo incremento, l'hanno fatta le banche centrali nazionali: fra il 2008 e il 2014, la loro quota sulle consistenze in essere è salita da quasi il 6% a più del 18%, ossia da \$1 000 a 5 700 miliardi circa, basandosi sui dati per Stati Uniti, area dell'euro, Regno Unito e Giappone (grafico II.9, diagramma di sinistra)<sup>1</sup>. La quota delle disponibilità ufficiali estere è rimasta più stabile, passando da poco più del 20% a quasi il 22%, ma in termini assoluti l'incremento è stato considerevole, da \$3 700 a 6 700 miliardi. Oltre ai titoli di Stato, le istituzioni pubbliche hanno acquistato anche quantità significative di altri titoli di debito: le disponibilità di titoli di agenzie federali statunitensi della Federal Reserve, ad esempio, sono cresciute di oltre \$1 700 miliardi tra il 2008 e il 2014, mentre c'è stato un leggero calo delle disponibilità ufficiali estere (grafico II.9, diagramma di destra).

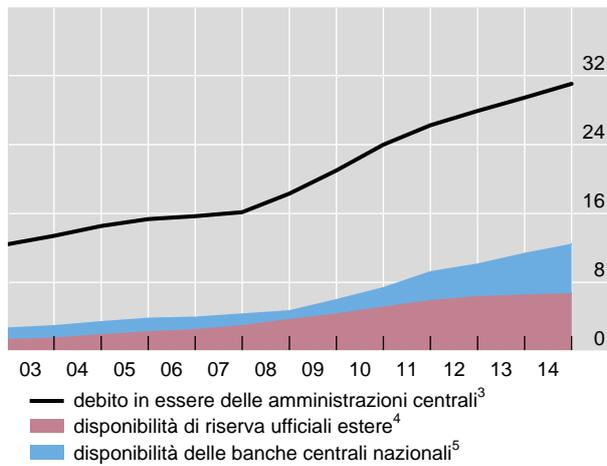
<sup>1</sup> Una parte di questi incrementi è dovuta agli effetti di cambio, poiché in alcuni casi le fonti riportano il valore di mercato e in altri il valore nominale.

## Crescono le disponibilità ufficiali di titoli pubblici<sup>1</sup>

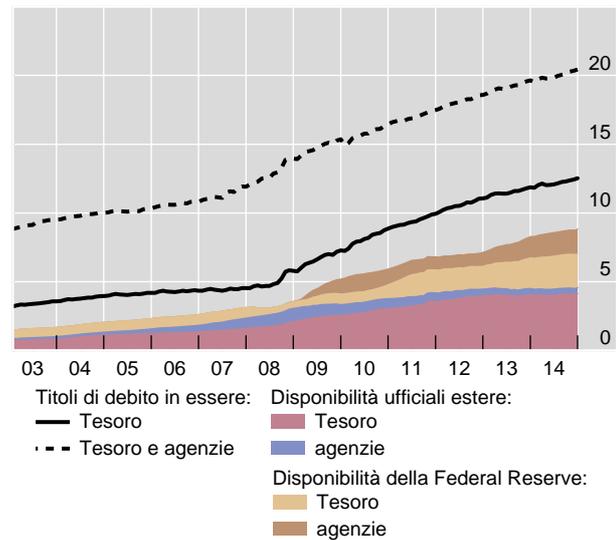
In migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico II.9

Disponibilità ufficiali di titoli pubblici<sup>2</sup>



Disponibilità ufficiali di titoli del Tesoro e di agenzie federali USA<sup>6</sup>



<sup>1</sup> Metodi di valutazione diversi a seconda della disponibilità delle fonti. <sup>2</sup> Per area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; nel caso di area dell'euro, Giappone e Regno Unito, le disponibilità sono convertite in dollari USA ai tassi di cambio costanti di fine 2014. <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti, titoli del Tesoro negoziabili totali, escluso il debito delle agenzie federali. <sup>4</sup> Per l'area dell'euro e il Giappone si ipotizza che l'80% delle riserve valutarie sia denominato rispettivamente in euro e in yen; per gli Stati Uniti, disponibilità ufficiali estere segnalate dal sistema statunitense Treasury International Capital; per il Regno Unito, disponibilità di banche centrali estere. <sup>5</sup> Per l'area dell'euro, titoli di debito delle amministrazioni pubbliche detenuti dalle banche centrali nazionali e disponibilità della BCE nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari. <sup>6</sup> Il debito delle agenzie federali comprende i pool di ipoteche garantite da agenzie ed enti di emanazione governativa (government-sponsored enterprises, GSE), nonché le emissioni delle GSE; i titoli del Tesoro totali in essere sono titoli del Tesoro totali negoziabili.

Fonti: BCE; dati della Bank of Japan sui flussi di fondi; dati della Federal Reserve sui flussi di fondi; FMI, COFER; Debt Management Office del Regno Unito; Department of the Treasury statunitense; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

La pressione al ribasso sui rendimenti obbligazionari esercitata dalle banche centrali e da altre istituzioni ufficiali è stata accentuata dal comportamento degli investitori. Quest'ultimo è stato in parte dettato dalla ricerca di rendimento: allorché la discesa dei rendimenti sotto lo zero si è estesa a scadenze via via più lunghe in diverse economie, gli investitori hanno cercato titoli che offrissero ancora rendimenti positivi spostandosi su scadenze ancora maggiori, a spese del rischio di duration. In alcuni casi, può essere entrata in gioco anche la ricerca di sicurezza: i rendimenti benchmark dell'area dell'euro sono tendenzialmente calati ogni volta che si sono intensificati i timori per la situazione della Grecia. Sullo sfondo, inoltre, le riforme della regolamentazione finanziaria e la maggiore richiesta di garanzie nelle transazioni finanziarie hanno in generale accresciuto la domanda di titoli di Stato.

Anche le strategie di copertura adottate dagli investitori hanno giocato un ruolo. Istituzioni come fondi pensione e compagnie di assicurazione hanno dovuto cercare strumenti per coprirsi contro l'allungamento della durata finanziaria delle loro passività indotto dal calo dei rendimenti. Tentando di compensare la maggiore duration con acquisti di swap a lungo termine, hanno esercitato pressioni al ribasso addizionali sui rendimenti e intensificato ulteriormente la domanda di titoli a tasso fisso a lungo termine. Tale comportamento evidenzia come i mandati istituzionali possano contribuire a generare circoli viziosi, con i rendimenti spinti sempre più in

basso per l'effetto combinato delle azioni delle banche centrali e delle reazioni degli investitori.

L'ulteriore calo dei rendimenti al disotto dello zero ha fatto crescere i timori per l'impatto dei tassi negativi sul funzionamento del mercato finanziario. Finora, laddove sono stati imposti tassi negativi, la loro trasmissione ai mercati monetari è avvenuta in maniera ordinata. L'allargamento dei rendimenti negativi ai segmenti più a lunga della struttura per scadenze riflette in parte l'aspettativa che i tassi rimangano sotto lo zero per un certo periodo. Quanto più persisterà questa situazione di tassi negativi, tanto più aumenteranno le probabilità che gli investitori cambino il loro comportamento, magari in forme dannose per il funzionamento del mercato finanziario.

È possibile che emergano vulnerabilità laddove, a fronte di tassi pari a zero, gli assetti istituzionali creino una discontinuità. I casi concreti non mancano. Ad esempio, i rendimenti della maggior parte dei fondi europei a valore netto delle attività costante hanno virato in negativo nel primo trimestre 2015, mettendo alla prova l'efficacia delle nuove disposizioni contrattuali che impediscono ai fondi investimenti rischiosi per il capitale da loro gestito. Inoltre, in alcuni segmenti di mercato tassi di mercato negativi possono complicare le strategie di copertura. Alcuni strumenti, come certi titoli a tasso variabile, fissano esplicitamente o implicitamente un livello minimo pari a zero per il pagamento di interessi. La copertura degli strumenti di questo tipo, o di titoli che dipendono dai loro flussi di cassa, diventa problematica quando gli swap ordinari di tasso di interesse comportano il pagamento di interessi negativi, creando un disallineamento dei flussi di cassa. Una discontinuità analoga viene a crearsi se le banche sono riluttanti a trasmettere i rendimenti negativi ai depositanti, esponendosi di fatto a rischi aggiuntivi in caso di discesa ulteriore dei tassi di interesse sotto lo zero. Il Capitolo VI fornisce un'analisi più dettagliata dell'impatto dei tassi di interesse negativi sulle istituzioni finanziarie.

### L'aumento della volatilità sposta i riflettori sulla liquidità di mercato

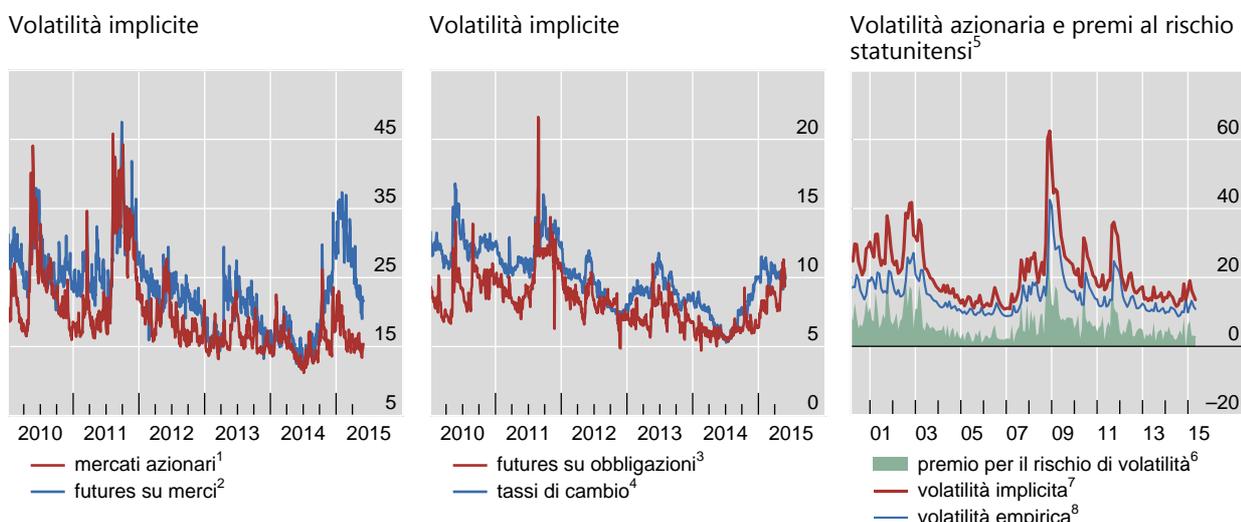
Durante l'anno trascorso la volatilità nei mercati finanziari internazionali ha preso a salire dai livelli insolitamente bassi prevalenti a metà 2014 (cfr. la Relazione annuale dello scorso anno), con alcune sporadiche fiammate (grafico II.10, diagramma di sinistra e diagramma centrale). Gli episodi di forte volatilità, dopo una generale tendenza al ribasso che andava avanti da anni, riflettevano in molti casi i timori per la divergenza delle prospettive economiche a livello globale, l'incertezza sull'orientamento delle politiche monetarie e le oscillazioni dei prezzi del petrolio. Gli investitori hanno anche iniziato a richiedere una compensazione maggiore per il rischio di volatilità. In particolare, il divario tra volatilità implicita e aspettative di volatilità effettiva (il premio per il rischio di volatilità) nel mercato azionario statunitense ha cominciato ad allargarsi, dopo essersi ristretto fino a metà 2014 (grafico II.10, diagramma di destra).

Gli episodi di volatilità, interessando attività rischiose come azioni e obbligazioni ad alto rendimento, hanno spinto gli investitori a rifugiarsi nei titoli di Stato sicuri, portando i loro rendimenti a nuovi minimi. Le manovre di allentamento delle banche centrali hanno contribuito a spegnere velocemente queste fiammate di volatilità. Tuttavia, il nervosismo nei mercati finanziari è riapparso con sempre maggior frequenza, evidenziando la fragilità di mercati per altri aspetti vigorosi.

## Dopo un periodo di volatilità insolitamente bassa e in calo, nei mercati emergono segni di fragilità

In punti percentuali

Grafico II.10



<sup>1</sup> Volatilità implicita degli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. <sup>2</sup> Volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money relative a contratti futures su petrolio, oro e rame; media semplice. <sup>3</sup> Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni at-the-money relative ai futures sui titoli di Stato a lungo termine di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; media ponderata in base al PIL e alle PPA. <sup>4</sup> Indice JPMorgan VXY Global. <sup>5</sup> Medie mensili di dati giornalieri. <sup>6</sup> Stima ricavata come differenza fra la volatilità implicita e quella empirica. <sup>7</sup> VIX. <sup>8</sup> Stima prospettica della volatilità empirica (o realizzata) ottenuta da una regressione predittiva della volatilità empirica a un mese sulle variabili ritardate della volatilità empirica e della volatilità implicita.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Una normalizzazione della volatilità rispetto a livelli eccezionalmente bassi è in generale benvenuta, perché segnala in certa misura che la percezione e gli atteggiamenti degli investitori nei confronti del rischio stanno diventando più equilibrati. Detto questo, fiammate di volatilità indotte da nuove informazioni di modesta rilevanza sull'andamento dell'economia mettono in evidenza l'impatto dei mutamenti nel mercato finanziario e nella liquidità di mercato.

La liquidità di mercato presenta due aspetti. Uno è strutturale, determinato da fattori come la disponibilità degli investitori ad assumere posizioni bidirezionali e l'efficacia dei meccanismi di abbinamento degli ordini. Questo tipo di liquidità è importante per gestire in modo spedito ed efficace squilibri *transitori* negli ordini. Il secondo aspetto riflette squilibri unidirezionali e più *persistenti* negli ordini, come quando gli investitori improvvisamente si muovono tutti nella stessa direzione. Se gli investitori sottovalutano persistentemente questo secondo aspetto, assegnandogli un prezzo troppo basso, i mercati possono apparire liquidi e ben funzionanti in tempi normali, ma diventare altamente illiquidi quando gli ordini diventano unidirezionali, a prescindere dalle caratteristiche strutturali.

A seguito della crisi finanziaria gli operatori specializzati (i cosiddetti market-maker) hanno ridimensionato la loro attività, contribuendo a un calo complessivo della liquidità dei mercati del reddito fisso. Ad esempio, il turnover dei titoli del Tesoro e delle obbligazioni societarie di qualità elevata statunitensi, calcolato in base al rapporto tra il volume delle contrattazioni degli operatori principali e le consistenze in essere dei titoli rispettivi, segue una tendenza al ribasso dal 2011. Alcuni dei fattori trainanti di questa tendenza attengono alla minore tolleranza al

rischio degli operatori e alla riconsiderazione dei modelli di business (riquadro VI.A). Altri fattori sono legati alla nuova regolamentazione, che punta ad allineare maggiormente il costo del market-making e di altre attività collegate alla negoziazione con i rischi sottostanti e i rischi che tali attività generano per il sistema finanziario. Infine, anche l'incremento delle disponibilità ufficiali di titoli di Stato può aver contribuito a ridurre la liquidità di mercato.

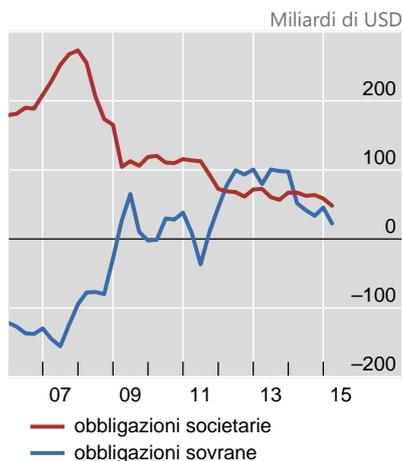
I cambiamenti nel comportamento dei market-maker hanno avuto effetti diversi sulla liquidità nei differenti segmenti del mercato obbligazionario. L'attività di market-making si è concentrata sulle obbligazioni più liquide. Ad esempio, negli Stati Uniti i market-maker hanno diminuito le loro disponibilità nette di titoli societari relativamente rischiosi e incrementato nel contempo le posizioni in titoli del Tesoro statunitensi (grafico II.11, diagramma di sinistra). Al tempo stesso, hanno ridotto la dimensione media delle transazioni più ingenti in obbligazioni societarie statunitensi di qualità elevata (grafico II.11, diagramma centrale). Più in generale, diversi market-maker sono diventati più selettivi nell'offrire i loro servizi, concentrandosi sui clienti e i mercati più importanti.

Di conseguenza, sono comparsi segnali di una biforcazione della liquidità nei mercati obbligazionari. La liquidità di mercato si è concentrata sempre più sui titoli tradizionalmente più scambiati, come i titoli di Stato delle economie avanzate, e ciò a spese di quelli meno liquidi, come le obbligazioni emesse da imprese ed EME. Ad esempio, il differenziale denaro/lettera dei titoli di Stato delle EME si colloca su livelli elevati dal 2012, e si è impennato durante le turbolenze del "taper tantrum" (grafico II.11, diagramma di destra).

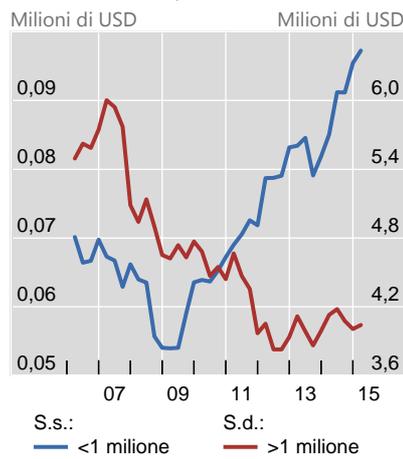
## Aumenta la concentrazione dell'attività di market-making e della liquidità di mercato

Grafico II.11

Consistenze dei titoli detenuti dagli operatori principali statunitensi<sup>1</sup>



Dimensioni medie delle transazioni su obbligazioni societarie statunitensi di qualità elevata



Scarto denaro-lettera per i titoli di Stato delle EME<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Posizioni nette degli operatori; per le obbligazioni societarie, calcolate come posizioni nette complessive in titoli societari fino all'aprile 2013 e successivamente come somma delle posizioni nette in commercial paper, obbligazioni di qualità investment grade e inferiore, note e debenture, mortgage-backed securities (residenziali e commerciali) di tipo private label; per le obbligazioni sovrane, calcolate come somma delle posizioni nette in T-bill, cedole e Treasury Inflation-Indexed Securities o Treasury Inflation-Protected Securities. <sup>2</sup> Media semplice di Bulgaria, Cina, Colombia, Corea, India, Indonesia, Israele, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia e Turchia; per ciascun paese, i dati mensili sono calcolati come media semplice delle osservazioni giornaliere.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Bloomberg; FINRA TRACE; elaborazioni BRI.

Anche mercati apparentemente molto liquidi, come quello dei titoli del Tesoro statunitensi, non sono immuni da movimenti estremi dei prezzi. Il 15 ottobre 2014 il rendimento dei titoli del Tesoro decennali statunitensi è calato di quasi 37 punti base (un tonfo superiore a quello del 15 settembre 2008, quando Lehman Brothers dichiarò la bancarotta), per poi rimbalzare di circa 20 punti base in tempi molto rapidi. Si è trattato di movimenti estremi rispetto a qualunque sorpresa economica e politica di quel momento. Essi si spiegano con il fatto che lo shock iniziale è stato amplificato da un deterioramento della liquidità quando una quota rilevante di operatori, posizionatasi in vista di un aumento dei tassi a lungo termine, ha cercato in fretta e furia di abbandonare quella posizione sovraffollata. Le strategie automatizzate di negoziazione, specialmente quelle ad alta frequenza, hanno accentuato ulteriormente le oscillazioni dei prezzi.

Un altro cambiamento decisivo intervenuto sui mercati obbligazionari è il crescente ricorso degli investitori a fondi comuni di investimento in titoli a reddito fisso ed exchange-traded fund (ETF) come fonte di liquidità di mercato. Dal 2009, a livello mondiale, i fondi obbligazionari hanno ricevuto dagli investitori flussi per \$3 000 miliardi e le loro attività nette totali a fine aprile 2015 raggiungevano quota \$7 400 miliardi (grafico II.12, diagramma di sinistra). Nel caso dei fondi obbligazionari statunitensi, più del 60% degli afflussi era diretto verso le obbligazioni societarie, mentre gli afflussi verso i titoli del Tesoro USA sono rimasti modesti (grafico II.12, diagramma centrale). Inoltre, sia nelle economie avanzate sia nelle EME hanno acquisito un maggior peso gli ETF (grafico II.12, diagramma di destra). Gli ETF promettono liquidità infragiornaliera agli investitori nonché ai gestori di portafogli che cercano di gestire afflussi e riscatti senza dover comprare o vendere titoli.

Le dimensioni crescenti dell'industria dell'asset management possono aver incrementato il rischio di illusione di liquidità: in periodi normali la liquidità di

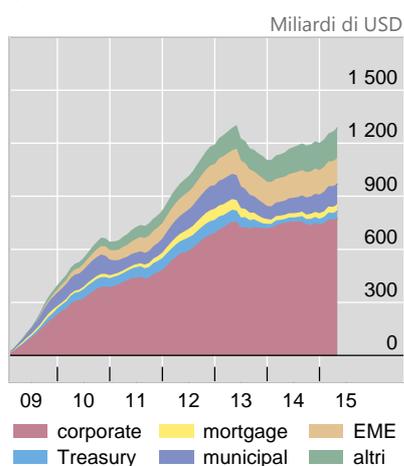
## I fondi obbligazionari hanno segnato una rapida espansione dopo la crisi

Grafico II.12

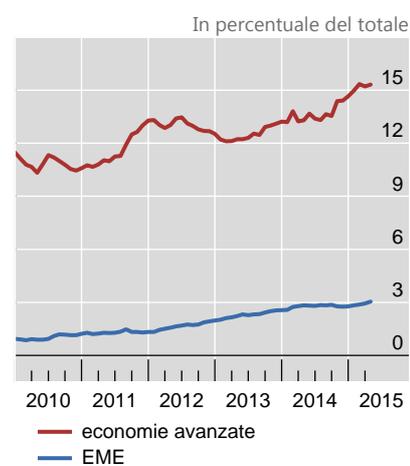
Flussi cumulati verso fondi obbligazionari<sup>1</sup>



Flussi cumulati verso fondi obbligazionari domiciliati negli Stati Uniti<sup>1</sup>



Quota degli exchange-traded fund obbligazionari<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Compresi fondi comuni ed exchange-traded fund (ETF). <sup>2</sup> Rapporto fra i flussi cumulati verso gli ETF che investono in obbligazioni emesse dalle economie avanzate (o dalle EME) e i flussi cumulati verso sia fondi comuni sia ETF che investono in obbligazioni emesse dalle economie avanzate (o dalle EME).

Fonti: Lipper; elaborazioni BRI.

mercato sembra abbondante, ma evapora rapidamente quando i mercati entrano in tensione. In particolare, nei periodi di grossi squilibri negli ordini, i gestori di portafogli e gli investitori istituzionali incontrano maggiori difficoltà a giocare un ruolo attivo di market-making. Essi hanno pochi incentivi a incrementare la dotazione di liquidità nelle fasi favorevoli per rispecchiare meglio i rischi di liquidità dei loro portafogli. E proprio nel momento in cui vengono a crearsi squilibri negli ordini, possono trovarsi a dover soddisfare le richieste di rimborso da parte degli investitori. Questo vale in particolare per i fondi obbligazionari che investono nei titoli relativamente illiquidi emessi da imprese o EME<sup>2</sup>. Di conseguenza, quando l'umore dei mercati vira in negativo, gli investitori potrebbero incontrare più difficoltà che in passato a liquidare le obbligazioni in loro possesso.

I programmi di acquisto di titoli delle banche centrali, a loro volta, possono aver ridotto la liquidità e rafforzato l'illusione di liquidità su certi mercati obbligazionari. In particolare, essi possono aver spinto gli investitori a ribilanciare i loro portafogli spostandosi dai titoli di Stato sicuri a obbligazioni più rischiose. Questa nuova domanda può tradursi in un restringimento degli spread e in un aumento delle contrattazioni nei mercati delle obbligazioni societarie e delle EME, facendoli apparire più liquidi. In caso di turbolenze sui mercati, tuttavia, questa liquidità potrebbe rivelarsi artificiale e meno solida.

Trovare il modo per dissipare l'illusione di liquidità e favorire una solida liquidità di mercato è una questione di fondamentale importanza per le autorità. I market-maker, i gestori di portafogli e altri investitori possono prendere misure per rafforzare la loro gestione del rischio di liquidità e migliorare la trasparenza del mercato. Le autorità possono inoltre fornire loro incentivi per costituire in tempi normali una dotazione di liquidità adeguata, in modo da poter far fronte alle carenze di liquidità nelle fasi sfavorevoli, ad esempio incoraggiando prove di stress periodiche. Nella definizione delle prove di stress sulla liquidità è importante considerare che azioni individuali apparentemente prudenti possono in realtà aggravare l'unidirezionalità dei mercati, e dunque l'evaporazione di liquidità, se implicano un posizionamento simile da parte di un numero elevato di operatori. Infine, è fondamentale che i responsabili delle politiche acquisiscano una conoscenza più approfondita dei meccanismi di amplificazione della liquidità e del comportamento degli investitori, specialmente nei mercati relativamente illiquidi.

## I crescenti collegamenti fra mercati delle materie prime e mercati finanziari

Il recente episodio di rapida discesa del prezzo del petrolio ha messo in evidenza gli stretti collegamenti tra mercati delle materie prime e mercati finanziari. Alcuni di questi collegamenti erano già noti da tempo, come l'aumento dell'attività degli investitori finanziari nei mercati a pronti delle materie prime e la crescita dei mercati dei derivati su merci. Altri sono più recenti, come il crescente indebitamento dei produttori di materie prime, in particolare di petrolio, e gli effetti di retroazione che

<sup>2</sup> Cfr. K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile soltanto in inglese), e FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2015, per le evidenze empiriche.

tale indebitamento può produrre sui prezzi delle materie prime e perfino sul dollaro (riquadro II.B).

Le materie prime, per via della natura del processo di produzione, si prestano perfettamente a fungere da sottostante per i contratti derivati. L'estrazione del petrolio e di molte altre materie prime richiede forti investimenti iniziali e i produttori sono esposti a rischi considerevoli, ad esempio quelli legati ai fattori meteorologici per le derrate agricole e quelli geopolitici per le materie prime in generale. I produttori hanno dunque interesse a cautelarsi dai rischi vendendo oggi la loro produzione futura a un prezzo prestabilito (attraverso i futures e i contratti a termine) o assicurandosi un prezzo minimo di vendita (attraverso le opzioni). Dall'altro lato di questi contratti figurano di solito i produttori di beni finali o intermedi che usano le materie prime come fattori della produzione, o gli investitori che vogliono assumere una posizione in materie prime per realizzare un profitto o diversificare il rischio.

Nell'ultimo decennio l'attività nei mercati dei derivati su merci è aumentata notevolmente, parallelamente ai diffusi rialzi dei prezzi delle materie prime. Concentrando l'attenzione in particolare sul petrolio, si può vedere che il numero di barili di petrolio WTI coperti è più che triplicato dal 2003 a oggi (grafico II.13, diagramma di sinistra), mentre la produzione fisica è cresciuta soltanto del 15%.

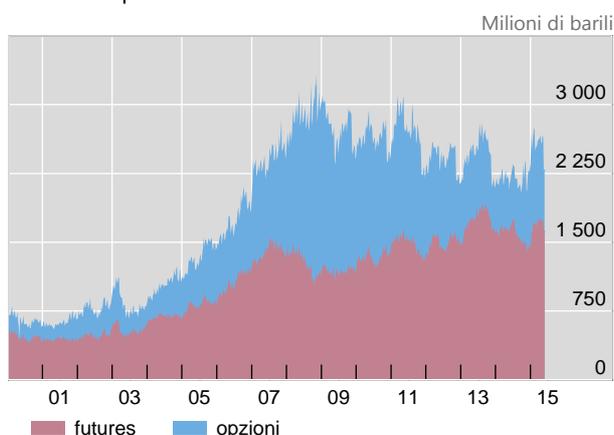
Questo incremento dell'attività nel mercato dei derivati su merci è un'arma a doppio taglio. Da un lato, estende la gamma di opportunità di copertura, fa crescere la liquidità di mercato, riduce la volatilità dei prezzi e più in generale migliora il meccanismo di formazione dei prezzi, almeno in tempi normali. Dall'altro lato, le decisioni degli investitori sono soggette a rapidi mutamenti delle aspettative riguardo alle tendenze dei prezzi e alle oscillazioni della propensione al rischio e dei vincoli di finanziamento, e questo può indurli a ritirarsi dal mercato in caso di perdite o di volatilità acuta (grafico II.13, diagramma di destra).

L'aumento delle dimensioni e della liquidità dei mercati dei futures su merci fa sì che i prezzi delle materie prime tendano a reagire con più forza e rapidità alle notizie macroeconomiche. L'umore degli investitori nei mercati delle materie prime

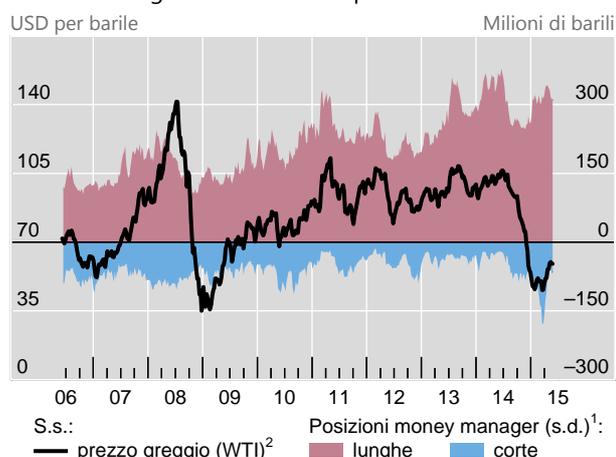
## Cresce l'importanza degli investitori finanziari nei mercati del petrolio

Grafico II.13

Posizioni aperte<sup>1</sup>



Posizioni dei gestori e corso del petrolio



<sup>1</sup> Petrolio greggio di tipo light sweet, NYMEX. <sup>2</sup> Prezzi settimanali basati su medie dei prezzi giornalieri da mercoledì a martedì.

Fonti: Bloomberg; Datastream.

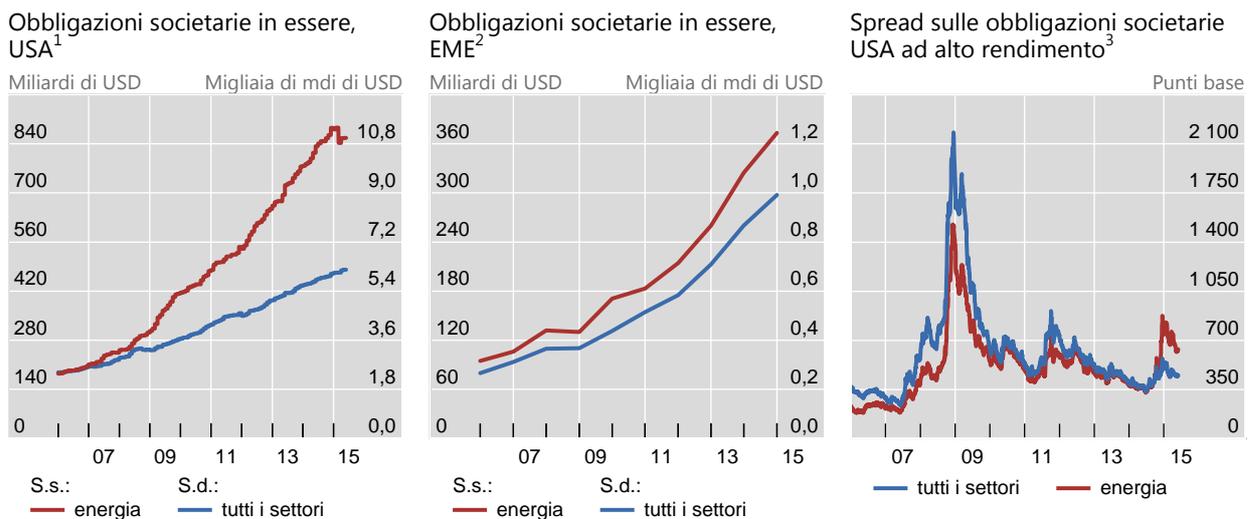
spesso sembra dipendere in ampia misura dalle prospettive macroeconomiche generali, più che da fattori specifici delle singole materie prime. Questo potrebbe spiegare anche il maggiore comovimento riscontrato di recente fra i prezzi delle materie prime e i corsi azionari. L'ampiezza e la velocità con cui è possibile sfruttare le opportunità di arbitraggio tra i mercati a pronti e quelli futures giocano un ruolo fondamentale nella formazione dei prezzi, determinando in quale misura le oscillazioni dei prezzi futures si trasmettono ai prezzi praticati dai produttori di materie prime, e, inversamente, in quale misura le variazioni nei consumi e nella produzione di una certa materia prima si riflettono sui prezzi futures ( riquadro II.A).

La maggiore facilità di accesso ai finanziamenti da parte dei produttori di petrolio ha notevolmente incrementato l'indebitamento del settore. I prezzi persistentemente elevati registrati negli ultimi anni rendevano redditizio lo sfruttamento di fonti di petrolio alternative, come l'olio di scisto e i giacimenti in acque profonde. In previsione dei forti profitti, le compagnie petrolifere hanno potenziato gli investimenti, in molti casi attraverso il debito. Le consistenze in essere di obbligazioni emesse da imprese del comparto energetico degli Stati Uniti e delle EME, comprese le compagnie petrolifere e del gas naturale, sono più o meno quadruplicate dal 2005, con un ritmo di crescita molto più veloce che in altri settori (grafico II.14, diagramma di sinistra e diagramma centrale).

Dopo la recente brusca caduta del prezzo del petrolio, l'elevato indebitamento del settore petrolifero ha esacerbato l'aumento dei costi di finanziamento. Di fatto, i rendimenti delle obbligazioni emesse da imprese del settore sono schizzati alle stelle proprio quando i prezzi del petrolio sono precipitati (grafico II.5, diagramma di sinistra e diagramma centrale). Nel segmento ad alto rendimento, i rendimenti obbligazionari delle imprese statunitensi del comparto energetico, tradizionalmente più bassi di quelli degli altri settori, li hanno nettamente superati (grafico II.14, diagramma di destra).

## Aumenta il debito e si ampliano gli spread nel settore dell'energia

Grafico II.14



<sup>1</sup> Valore nominale degli indici di Merrill Lynch delle obbligazioni societarie ad alto rendimento e investment grade. <sup>2</sup> Valore nominale; il settore dell'energia include le società dei comparti petrolio e gas naturale e servizi di pubblica utilità ed energia; obbligazioni emesse in dollari USA e in altre valute estere da società situate in Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Estonia, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Israele, Lettonia, Lituania, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Slovenia, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. <sup>3</sup> Option-adjusted spread rispetto alle note del Tesoro USA.

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

L'elevato indebitamento potrebbe inoltre avere amplificato il calo del prezzo del petrolio. Con la discesa dei corsi del greggio, i costi di rifinanziamento delle imprese del settore energetico sono saliti e la loro situazione patrimoniale si è indebolita. Invece di tagliare la produzione, alcune aziende possono aver cercato di preservare i flussi di cassa potenziando la produzione e/o vendendo futures nel tentativo di bloccare i prezzi. In linea con tutto questo, la produzione di petrolio negli Stati Uniti, inclusa l'estrazione di olio di scisto, è rimasta sostenuta anche durante la caduta dei prezzi del petrolio, determinando un rapido incremento dei livelli di greggio stoccati negli Stati Uniti fino al primo trimestre 2015<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Cfr. D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi e H. S. Shin, "Petrolio e debito", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese), per ulteriori dettagli ed evidenze.

## Il prezzo del petrolio: fisico o finanziario?

Il petrolio, e più in generale l'energia, sono fattori di produzione fondamentali. Il prezzo del petrolio rappresenta dunque un elemento determinante nelle decisioni di produzione, ed esercita anche un impatto significativo sulle dinamiche dell'inflazione. Il presente riquadro esamina le interazioni fra prezzi del bene fisico e prezzi finanziari, focalizzandosi specificamente su due aspetti. Il primo è il grado di affinità tra il petrolio e le attività finanziarie convenzionali: le oscillazioni del prezzo sono determinate da variazioni delle aspettative, e non soltanto dalle condizioni correnti del mercato del bene fisico. Il secondo aspetto è la relazione fra la curva dei futures sul petrolio e il mercato del bene fisico: considerando che la forma della suddetta curva è determinata dalle condizioni correnti nel mercato del bene fisico, sarebbe fuorviante interpretarla come un indicatore dell'andamento atteso del prezzo.

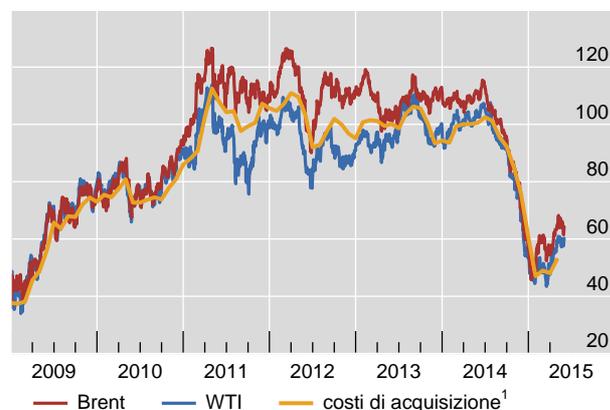
Nell'ultimo decennio, con il forte incremento dell'attività finanziaria nel mercato del petrolio e non solo, molti osservatori hanno cominciato a trattare le materie prime, o commodities, come delle vere e proprie attività finanziarie. L'analogia è in parte giustificata: parametri molto diffusi dei corsi petroliferi come il Brent e il West Texas Intermediate (WTI) sono in realtà prezzi futures, che dipendono dall'interazione degli operatori nei mercati dei futures. Tuttavia, il petrolio è un bene fisico su cui i contratti futures si basano. Pertanto, i prezzi futures e i prezzi a pronti o spot dei beni fisici sono necessariamente collegati: se dovesse prodursi un disallineamento fra le condizioni del mercato a pronti e quelle del mercato futures, gli operatori potrebbero immagazzinare petrolio e venderlo a termine (o viceversa), fino a riportare i prezzi in linea<sup>1</sup>. Conseguentemente, i prezzi del bene fisico, anche se normalmente sono meno volatili, seguono abbastanza da vicino i prezzi futures di riferimento (grafico II.A, diagramma di sinistra).

### I prezzi a pronti e quelli futures del petrolio si muovono in stretta sintonia

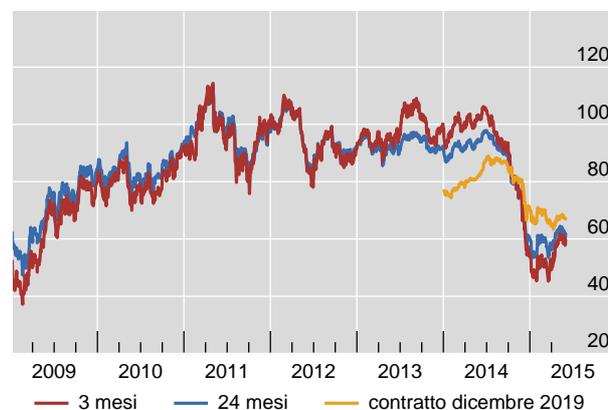
Dollari USA per barile

Grafico II.A

Prezzo del petrolio e costi di acquisizione sostenuti dalle società di raffinazione



Futures strip sul petrolio WTI



<sup>1</sup> Costi di acquisizione di greggio nazionale e di importazione sostenuti dalle società di raffinazione.

Fonti: Bloomberg; Datastream.

Il parallelo tra le attività convenzionali e il petrolio si estende anche alla curva dei futures. Per un'attività convenzionale, la differenza tra prezzi a pronti e prezzi futures (la cosiddetta base) è determinata dal costo di trasferimento (o cost of carry, che dipende in larga parte dai tassi di interesse) e dal flusso di dividendi e interessi che l'attività frutta. Il petrolio non genera flussi di cassa, ma gli operatori, per via della sua importanza per la produzione e il consumo – piuttosto che puramente scritturale – giudicano vantaggioso il possesso materiale del bene (cosiddetto rendimento di convenienza, o convenience yield). Il rendimento di convenienza non è osservabile e varia nel tempo a seconda delle condizioni nel mercato del bene sottostante: in periodi di scarsità relativa del bene il rendimento di convenienza sarà alto, perché la disponibilità di una risorsa scarsa riveste valore per gli operatori. Inversamente, il rendimento di convenienza potrà addirittura diventare negativo quando l'offerta del bene fisico è

abbondante e le scorte sono elevate: in una situazione di questo tipo, disporre fisicamente di petrolio non rappresenta un vantaggio, perché l'ampia disponibilità del bene fisico garantisce facile accesso alla risorsa in caso di necessità. Pertanto, se la curva dei futures sul petrolio normalmente ha una pendenza negativa (backwardation) a causa di un rendimento di convenienza positivo, può diventare positiva (contango) in presenza di una sovrabbondanza delle scorte. Non c'è quindi da stupirsi che la curva dei futures in questo momento sia inclinata positivamente (grafico II.A, diagramma di destra).

Una conseguenza importante della presenza di un rendimento di convenienza è che sarebbe errato interpretare una curva dell'offerta con inclinazione positiva (o negativa) come il segnale di aspettative rialziste (o ribassiste). Il prezzo di qualsiasi contratto futures include una componente che riflette le aspettative, ma tale componente viene probabilmente occultata dalle variazioni del rendimento di convenienza. Come affermato sopra, nei periodi di scarsità relativa il livello elevato del rendimento di convenienza darà verosimilmente luogo a una curva futures con inclinazione negativa indipendentemente dalle aspettative di un proseguimento di tali condizioni, vale a dire di prezzi alti. Al contrario, un'ampia disponibilità del bene fisico produrrà una curva dell'offerta con inclinazione positiva, che non segnala aspettative rialziste, ma semplicemente una situazione di sovrabbondanza del bene fisico.

Dal momento che i prezzi futures e i prezzi a pronti si formano congiuntamente, i movimenti dei prezzi sono determinati da variazioni delle condizioni correnti e attese nel mercato del bene fisico. A causa dell'elevata liquidità dei mercati futures, tali variazioni vengono rapidamente elaborate e incorporate nei prezzi osservati. Pertanto, come per altre attività, le variazioni delle aspettative sono la determinante principale dei movimenti dei prezzi. La recente caduta del prezzo del petrolio non fa eccezione. I prezzi avevano cominciato a scendere nel giugno 2014, ma la discesa ha subito una forte accelerazione a metà novembre, quando l'OPEC ha annunciato che non avrebbe ridotto la produzione. Si tratta di una deviazione significativa dalla strategia di prezzi stabili dell'organizzazione, e probabilmente ha modificato in modo sostanziale le aspettative degli operatori sulle condizioni future dell'offerta.

Il contesto macroeconomico generale, che influenza in larga misura le aspettative sulla domanda e sull'offerta di petrolio nel tempo, rappresenta dunque una determinante fondamentale nelle oscillazioni del prezzo del greggio<sup>②</sup>. Inoltre, i prezzi riflettono anche le percezioni del rischio e la propensione al rischio, che a loro volta dipendono dalle condizioni di finanziamento. Di conseguenza, la politica monetaria è di per sé una determinante importante del prezzo del petrolio. Una politica monetaria accomodante può rafforzare tale prezzo, per effetto delle aspettative di una crescita e di un'inflazione più alte. Inoltre, condizioni di finanziamento favorevoli rendono meno costoso detenere scorte e mantenere posizioni speculative<sup>③</sup>.

① Nella pratica, l'arbitraggio istantaneo dei disallineamenti di prezzo è ostacolato da una serie di fattori sia reali (ad esempio l'accesso alle strutture di stoccaggio) sia finanziari (ad esempio la liquidità di mercato o l'indebitamento degli operatori). Per una trattazione dettagliata, cfr. M. Lombardi e I. van Robays, "Do financial investors destabilize the oil price?", *ECB Working Papers*, n. 1346, giugno 2011. ② Questo tema è sviluppato in L. Kilian, "Not all oil price shocks are alike: disentangling demand and supply shocks in the crude oil market", *American Economic Review*, vol. 99, giugno 2009. ③ Per una trattazione dettagliata del meccanismo di trasmissione della politica monetaria ai prezzi delle materie prime, compresi i canali alternativi, cfr. A. Anzuini, M. Lombardi e P. Pagano, "The impact of monetary policy shocks on commodity prices", *International Journal of Central Banking*, vol. 9, settembre 2013.

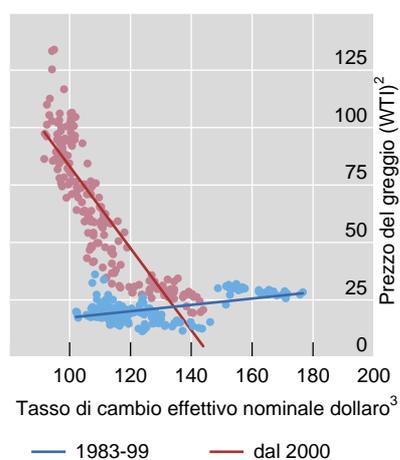
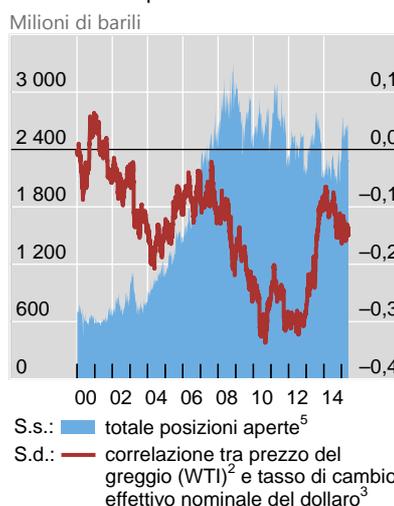
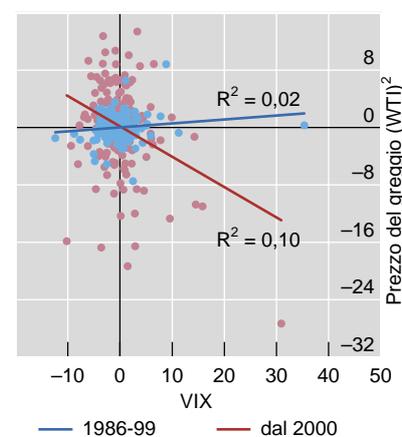
## Cosa determina i comovimenti fra il prezzo del petrolio e il dollaro?

Il marcato apprezzamento del dollaro statunitense e la rapida caduta del prezzo del petrolio rappresentano due degli sviluppi più significativi dell'anno trascorso. Come illustrato in questo capitolo, la divergenza nelle politiche monetarie ha giocato un ruolo chiave nel rafforzamento del dollaro, mentre l'effetto combinato dell'aumento dell'offerta, della diminuzione della domanda e di fattori specifici di quel mercato contribuiscono in misura rilevante a spiegare il calo del prezzo del petrolio. Non è altrettanto chiaro, tuttavia, in quale misura i due fenomeni siano collegati. Il presente riquadro esamina alcuni dei possibili nessi.

La relazione tra il tasso di cambio del dollaro statunitense ponderato per il commercio e il prezzo del petrolio greggio si è modificata nel tempo (grafico II.B, diagramma di sinistra). Prima degli anni novanta i dati segnalano una correlazione positiva. La ragione non è chiara. Una delle tesi è che gli esportatori di petrolio spendevano una quota significativa dei proventi petroliferi in beni statunitensi, e questo tendenzialmente migliorava la bilancia commerciale americana, rafforzando così il tasso di cambio del dollaro in presenza di un rincaro del petrolio<sup>1</sup>. Di conseguenza, allorché la quota di importazioni dei produttori petroliferi dagli Stati Uniti è calata rispetto alla quota delle loro esportazioni di petrolio verso gli Stati Uniti, questo canale è diventato meno potente. Un'altra spiegazione possibile è che un peggioramento delle prospettive dell'economia statunitense si traduceva di norma in un indebolimento del dollaro e in una minore domanda di petrolio. Anche questo canale sarebbe divenuto meno rilevante con la riduzione del peso degli Stati Uniti nel prodotto mondiale.

## Petrolio, dollaro e mercati finanziari sono strettamente collegati

Grafico II.B

Petrolio e dollaro<sup>1</sup>Attività degli investitori in petrolio e correlazione petrolio-dollaro<sup>4</sup>Petrolio e indice della volatilità<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Media dei valori di tutto il mese. <sup>2</sup> Dollari USA per barile. <sup>3</sup> Indici ristretti dei tassi di cambio effettivi nominali elaborati dalla BRI; un calo (aumento) indica un deprezzamento (apprezzamento) del dollaro USA in termini ponderati per il commercio. <sup>4</sup> Correlazione calcolata utilizzando il modello GARCH di correlazione condizionale dinamica di Engle (2002). <sup>5</sup> Petrolio greggio di tipo light sweet, NYMEX. <sup>6</sup> Differenze a un mese.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Dai primi anni duemila un rafforzamento del tasso di cambio del dollaro si è accompagnato a un prezzo del petrolio più basso, e viceversa (grafico II.B, diagramma di sinistra e diagramma centrale). Una possibile spiegazione è il ruolo prominente del dollaro statunitense come valuta di fatturazione per le materie prime: i produttori di petrolio al di fuori degli Stati Uniti adeguano il prezzo in dollari del petrolio per stabilizzare il loro potere di acquisto. Anche l'incremento dell'attività degli investitori in futures e opzioni su petrolio può giocare un ruolo<sup>2</sup>. L'orientamento di politica monetaria della Federal Reserve o gli episodi di fuga verso la sicurezza che influenzano in modo naturale il tasso di cambio del dollaro possono a loro volta condizionare l'assunzione di rischio degli investitori finanziari,

stimolandoli ad abbandonare il petrolio in quanto classe di attività quando il dollaro diventa una moneta rifugio, e a riversarsi sul petrolio quando sono disposti ad assumersi maggiori rischi. In linea con questa interpretazione, il diagramma di destra del grafico II.B illustra la correlazione negativa sempre più marcata fra i prezzi del petrolio e l'avversione al rischio degli investitori finanziari, misurata dall'indice VIX.

Un altro canale finanziario potrebbe essere legato alle caratteristiche del petrolio come principale fonte di introiti e come garanzia delle passività dei produttori di petrolio. Ad esempio, quando il prezzo del petrolio era stabilmente su livelli alti, le imprese delle EME si sono indebitate, in certi casi pesantemente, per investire nell'estrazione, con le riserve di petrolio che svolgevano implicitamente o esplicitamente la funzione di collaterale. Poiché l'accesso al credito e i prezzi del collaterale sono strettamente legati fra loro, il calo del prezzo del petrolio ha intaccato i profitti dei produttori e al contempo ha reso loro più difficile finanziarsi. In siffatte circostanze, le imprese potrebbero cercare di coprire o ridurre le loro passività in dollari, incrementando la domanda di dollari. La forte correlazione negativa tra i prezzi del petrolio e gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento dei produttori di petrolio è in linea con questa interpretazione<sup>③</sup>.

① Cfr. R. Amano e S. van Norden, "Oil prices and the rise and fall of the US real exchange rate", *Journal of International Money and Finance*, vol. 17(2), aprile 1998. ② Cfr. M. Fratzscher, D. Schneider e I. van Robays, "Oil prices, exchange rates and asset prices", *ECB Working Papers*, n. 1689, luglio 2014. ③ Cfr. D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi e H. S. Shin, "Petrolio e debito", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).



### III. Dalla sfera finanziaria alla sfera reale

Il crollo dei corsi petroliferi e l'impennata del dollaro USA hanno avuto un ruolo di primo piano per l'attività mondiale nell'anno in rassegna. Questi due importanti cambiamenti, intervenuti in mercati chiave, hanno colto le economie a stadi diversi dei rispettivi cicli economici e finanziari.

Il calo dei costi dell'energia ha favorito il proseguimento della fase ascendente della congiuntura nelle economie avanzate. La variazione dei tassi di cambio ha frenato l'espansione negli Stati Uniti, favorendo invece il ritorno alla crescita nell'area dell'euro. Nelle economie più colpite dalla crisi le condizioni finanziarie si sono allentate ulteriormente, ma il retaggio del boom finanziario precedente ha continuato a gettare un'ombra lunga. L'allocazione distorta delle risorse connessa alla rapida dinamica pregressa del credito ha continuato a rallentare la produttività. Gli alti livelli del debito pubblico ereditati dal passato hanno limitato il margine di manovra fiscale dei governi, e l'invecchiamento della popolazione rende ancora più complicate le correzioni necessarie ad assicurare la sostenibilità delle posizioni di bilancio.

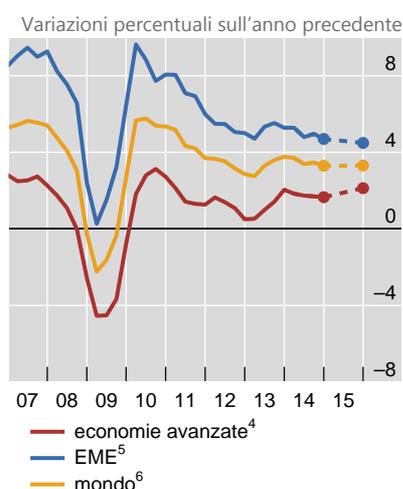
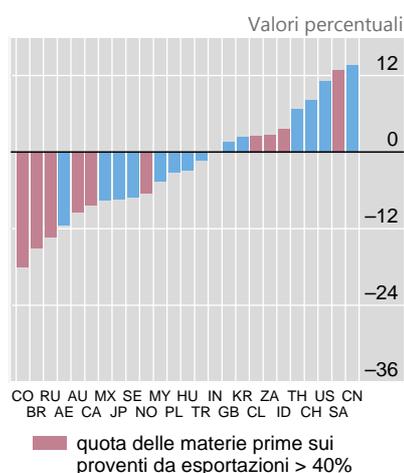
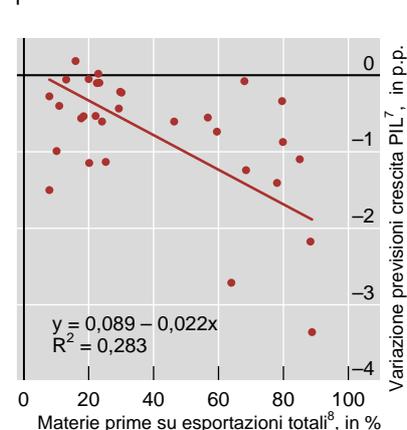
Sotto vari aspetti le condizioni sono apparse assai diverse in molte economie emergenti (EME) meno colpite dalla crisi. Il calo dei proventi delle esportazioni di materie prime e l'aumento dei costi del servizio del debito denominato in dollari hanno coinciso con un indebolimento della crescita e con picchi dei cicli finanziari interni. In passato il rallentamento dell'attività combinato con la maturazione dei boom creditizi nelle EME si traduceva spesso in situazioni di grave stress finanziario, specie quando le condizioni di finanziamento a livello mondiale erano tese. Grazie a una migliore gestione macroeconomica e a strutture finanziarie più robuste, compresi un allungamento delle scadenze del debito e un calo dell'esposizione al rischio valutario, la capacità di tenuta di queste economie è cresciuta. Tuttavia, le consistenze complessivamente maggiori di debito del settore privato (alimentate sia dal credito bancario interno sia dai finanziamenti esteri veicolati dai mercati dei capitali) potrebbero controbilanciare l'effetto positivo della struttura più solida del debito.

Questo capitolo si apre con un esame dei cambiamenti intervenuti nei profili di crescita durante l'anno trascorso. Passa poi ad analizzare l'impatto durevole dei precedenti boom finanziari sul ritmo di espansione nelle economie avanzate e si conclude con un'analisi delle vulnerabilità finanziarie nelle EME alla luce dei boom finanziari recenti e del rallentamento dell'attività.

#### I cambiamenti nei profili di crescita

Nell'anno trascorso il tasso di espansione dell'economia mondiale è stato vicino al suo livello medio di lungo periodo. Il PIL globale è salito del 3,4% nel 2014 (tabella A1 dell'Allegato statistico), sostanzialmente in linea con la media dal 1980. Tale dato cela tuttavia cambiamenti significativi nelle dinamiche di crescita tra i vari paesi.

Le economie avanzate hanno continuato a recuperare terreno (grafico III.1, diagramma di sinistra). Parallelamente al proseguimento dell'espansione negli Stati

Crescita del prodotto mondiale<sup>1</sup>Variazione dei tassi di cambio effettivi reali<sup>2</sup>Materie prime e revisioni delle previsioni di crescita del PIL<sup>3</sup>

AE = area dell'euro; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; NO = Norvegia; PL = Polonia; RU = Russia; SA = Arabia Saudita; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Medie ponderate in base al PIL e alle PPA; le previsioni sono indicate dai punti. <sup>2</sup> Fra luglio 2014 e aprile 2015; un valore positivo indica un apprezzamento. <sup>3</sup> Paesi elencati nelle note 4 e 5 escluse India, Italia, Russia e Ungheria. <sup>4</sup> Area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>5</sup> Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>6</sup> Paesi elencati nelle note 4 e 5. <sup>7</sup> Variazione nella previsione di crescita del PIL per il 2015 fra luglio 2014 e maggio 2015. <sup>8</sup> Quota media delle materie prime sui proventi da esportazioni fra il 2004 e il 2013.

Fonti: database Comtrade delle Nazioni Unite; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Uniti e nel Regno Unito, si sono osservati un ritorno a una crescita modesta nell'area dell'euro e una ripresa graduale in Giappone. Negli Stati Uniti il prodotto è aumentato del 2,4% nel 2014, sorretto dal rapido calo della disoccupazione, ma è successivamente diminuito nel primo trimestre 2015, in parte per l'indebolimento delle esportazioni. Nell'area dell'euro il tasso di incremento del PIL è stato pari allo 0,9% nel 2014 e gli analisti si attendono che la ripresa acquisti vigore nel 2015. Spagna e Portogallo sono tornate a crescere e l'Italia dovrebbe recuperare nell'anno in corso. In Giappone i consumi hanno subito un calo pronunciato dopo l'aumento dell'imposta sul valore aggiunto nell'aprile 2014. Le altre economie avanzate sono cresciute in media del 2,4%, ma questo dato cela differenziali crescenti tra paesi.

Nelle EME l'attività ha perso ulteriore slancio. La crescita è diminuita di circa 0,3 punti percentuali nel 2014, al 4,9%, una tendenza che è proseguita nel 2015. Ancora una volta, tuttavia, questo dato complessivo nasconde disparità considerevoli tra le singole economie. In Cina la domanda privata ha rallentato ulteriormente, in parte per l'indebolimento del settore immobiliare. Tale andamento contrasta con l'accelerazione dell'attività in Corea e India. Gran parte delle altre EME asiatiche ha subito una decelerazione nel 2014, ma dovrebbe recuperare nel 2015. L'economia brasiliana si è contratta nella seconda metà del 2014, mentre la maggioranza degli altri paesi latinoamericani ha registrato una performance migliore. Nell'Europa centrale e orientale il tasso di incremento del prodotto è salito di 2 punti percentuali, al 3,1%.

Il crollo dei corsi petroliferi e l'apprezzamento del dollaro USA hanno influenzato le dinamiche di crescita in tutto il mondo a partire dalla metà del 2014.

A fine maggio 2015 le quotazioni in dollari del greggio erano inferiori del 40% rispetto a un anno prima (Capitolo II). Tra luglio 2014 e aprile 2015 il tasso di cambio reale del dollaro ponderato per il commercio si è apprezzato di circa il 10%, mentre l'euro ha subito un deprezzamento di entità analoga e lo yen giapponese ha perso il 7,5% (grafico III.1, diagramma centrale).

L'impatto macroeconomico di queste ampie oscillazioni di prezzo non si è ancora manifestato interamente. Il calo dei corsi petroliferi dovuto all'aumento dell'offerta dovrebbe stimolare l'attività economica attraverso una riduzione dei costi degli input e un aumento dei redditi reali. Di fatto i ribassi del petrolio hanno determinato un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori nelle principali economie avanzate e hanno contribuito alla recente espansione dei consumi nell'area dell'euro. Per contro, le variazioni dei tassi di cambio hanno un effetto principalmente redistributivo sulla crescita. Il ritmo di incremento delle esportazioni statunitensi sul periodo corrispondente è sceso dal 4% nel secondo trimestre 2014 al 3% nel primo trimestre 2015 a fronte del rafforzamento del dollaro.

Molte EME hanno già avvertito effetti più pronunciati. L'attività economica nei paesi produttori di materie prime si è indebolita. Tra luglio 2014 e maggio 2015 le revisioni al ribasso delle previsioni di crescita per il 2015 sono state maggiori nelle economie più dipendenti dalle esportazioni di prodotti di base (grafico III.1, diagramma di destra). La flessione dei prezzi delle materie prime ha fatto diminuire gli investimenti, specie nel settore petrolifero e del gas naturale. Inoltre, i paesi esportatori di prodotti di base hanno visto ridursi il gettito fiscale.

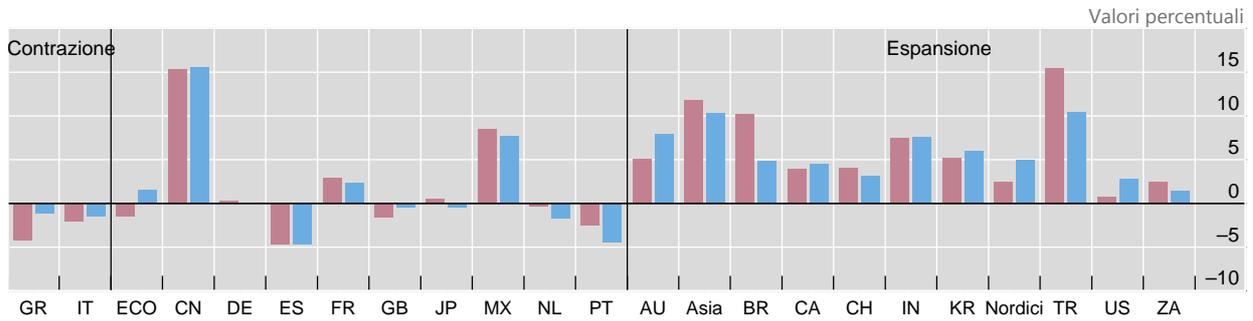
Le economie esportatrici di materie prime hanno per giunta registrato deprezzamenti del tasso di cambio reale tra i più consistenti. Ciò sostiene le esportazioni, e potrebbe in ultima istanza favorire gli investimenti nei settori orientati all'esportazione nonché contribuire al riequilibrio dell'attività. Anche le valute di gran parte dei paesi importatori di materie prime si sono deprezzate rispetto al dollaro USA, sebbene non necessariamente in termini di tassi di cambio ponderati per il commercio. Di fatto alcune economie, in particolare nell'Asia emergente, hanno registrato un apprezzamento del tasso di cambio reale, che ha depresso le esportazioni nette.

Il generale rafforzamento del dollaro USA ha anche provocato un aumento dei costi per il servizio del debito denominato in tale valuta. I finanziamenti in dollari al di fuori degli Stati Uniti sono cresciuti sensibilmente negli ultimi anni, portandosi a \$9 500 miliardi a fine 2014 (Capitolo V). Benché oltre la metà di tale importo sia riconducibile a prenditori delle economie avanzate, i residenti nelle EME hanno mutuato più di \$3 000 miliardi. L'importanza dei disallineamenti valutari nelle EME è esaminata in maggiore dettaglio nell'ultima sezione di questo capitolo.

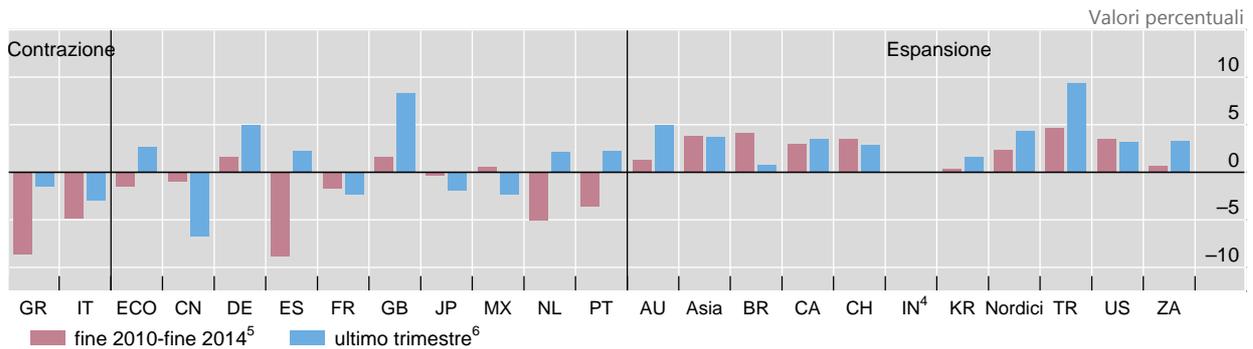
La variazione nei profili di crescita ha colto le economie in fasi diverse del ciclo finanziario<sup>1</sup>. In molti dei paesi che avevano subito una contrazione dovuta a fattori interni il ciclo finanziario si trova di nuovo in una fase ascendente. Gli Stati Uniti

<sup>1</sup> Sebbene non esista una definizione comunemente accettata di ciclo finanziario, quest'ultimo è di norma misurato dal comovimento di un ampio insieme di variabili finanziarie. La rappresentazione più parsimoniosa è in termini di prezzi degli immobili e del credito, ma ulteriori informazioni possono essere ricavate da altre misure dell'assunzione di rischio. Le interazioni fra queste variabili possono avere conseguenze importanti a livello macroeconomico. Ad esempio, come confermato in molti paesi dalla Grande Crisi Finanziaria, il raggiungimento del punto di massimo del ciclo finanziario è spesso seguito da crisi bancarie o da periodi di considerevoli tensioni finanziarie. Per un ulteriore approfondimento, cfr. BRI, 84<sup>a</sup> *Relazione annuale*, Capitolo IV.

Crescita del credito in termini reali<sup>2</sup>



Crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali<sup>3</sup>



Asia = media semplice di Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ECO (Europa centrale e orientale) = media semplice di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; Nordici = media semplice di Finlandia, Norvegia e Svezia; PT = Portogallo; RU = Russia; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Viene individuata un'espansione (contrazione) se entrambi gli indicatori (crescita del credito in termini reali e crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali) per un determinato paese si collocano su valori chiaramente positivi (negativi) su entrambi gli orizzonti. <sup>2</sup> Credito totale al settore privato non finanziario deflazionato per il deflatore del PIL (per la Svezia, deflazionato in base ai prezzi al consumo). <sup>3</sup> Deflazionata utilizzando gli indici dei prezzi al consumo. <sup>4</sup> Dati non disponibili. <sup>5</sup> Tassi di crescita medi in ragione d'anno. <sup>6</sup> Variazioni sull'anno precedente, in percentuale.

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

hanno mostrato una ripresa sia del credito sia dei prezzi degli immobili (grafico III.2). Nel Regno Unito i prestiti al settore privato hanno continuato a diminuire, ma le quotazioni immobiliari hanno registrato una robusta ascesa. Il credito è diminuito ancora in Grecia, Italia e Spagna, anche se la tendenza calante dei prezzi degli immobili si è moderata o, nel caso della Spagna, invertita.

Le condizioni finanziarie e monetarie mondiali insolitamente accomodanti hanno alimentato boom finanziari in molte EME ed economie avanzate minori che erano uscite relativamente indenni dalla Grande Crisi Finanziaria (Capitolo V). In alcuni casi tali boom sembrerebbero approssimarsi al loro punto di massimo. La crescita del credito in termini reali si è indebolita in numerose EME (tra cui molte economie emergenti dell'Asia, oltre al Brasile e alla Turchia). In aggiunta, i prezzi degli immobili segnalano una svolta del ciclo finanziario in diverse economie. Ciò è particolarmente evidente in Cina, dove i prezzi delle abitazioni sono diminuiti di quasi il 7% in termini reali nell'anno trascorso (grafico III.2, diagramma inferiore). I prezzi delle abitazioni sono scesi anche in Messico e hanno rallentato notevolmente in Brasile, segnalando la maturazione dei boom finanziari. Per contro, il calo dei prezzi delle materie prime non ha ancora influito sui boom finanziari di Australia,

Canada e Norvegia, dove si è registrato un forte aumento del credito e delle quotazioni immobiliari negli ultimi quattro trimestri.

L'attuale configurazione dei cicli economici e finanziari pone diverse sfide per le economie avanzate e per numerose EME. Con riferimento alle prime, e in particolare ai paesi al centro della crisi, il problema è come assicurare una crescita robusta nel lungo periodo senza innescare un nuovo ciclo di boom e bust del credito. Per quanto riguarda le seconde, è fondamentale trovare il modo di garantire la stabilità finanziaria ed economica in presenza di un indebolimento della crescita e di boom finanziari prossimi alla svolta.

## La crescita e il ciclo finanziario nelle economie avanzate

L'interazione fra il ciclo finanziario da un lato e la produzione e la domanda aggregata dall'altro spiega in parte la modesta ripresa osservata in molte economie avanzate negli ultimi anni (cfr. anche l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale*).

I cicli finanziari influiscono direttamente sulla spesa incidendo sull'onere per il servizio del debito e sulla leva finanziaria ( riquadro III.A). Nelle fasi di boom finanziario, gli aumenti dei prezzi delle attività fanno salire il valore delle garanzie reali e facilitano quindi l'indebitamento. Al tempo stesso un debito più elevato comporta un maggiore onere per il suo servizio, specie se aumentano i tassi di interesse, e questo limita la spesa. Finché i prezzi delle attività continuano a salire, la spesa finanziata con il ricorso all'indebitamento può compensare questo effetto. Quando però il boom finanziario perde slancio, il calo dei prezzi delle attività fa aumentare il grado di leva finanziaria e rende di conseguenza più difficile il reperimento di fondi per le famiglie e le imprese, rafforzando l'effetto di freno esercitato dal maggiore onere per il servizio del debito. Dopo un bust finanziario, occorre tempo prima che la spesa si normalizzi. Anche se i tassi di interesse scendono rapidamente, come avvenuto nel 2008-09, il debito elevato mantiene alto l'onere per il suo servizio. Inoltre, prezzi depressi delle attività finanziarie generano vincoli creditizi che si allentano solo gradualmente. Di fatto, l'interazione fra la leva finanziaria e gli oneri per il servizio del debito spiega piuttosto bene l'evoluzione della spesa statunitense all'indomani della Grande Crisi Finanziaria.

Nella fase attuale del ciclo finanziario i vincoli di finanziamento sembrano influire in misura complessivamente ridotta sugli investimenti delle imprese. Studi recenti condotti dalla BRI indicano piuttosto che gli andamenti nei vari paesi riflettono in larga parte l'elevata incertezza riguardo all'evoluzione futura dell'economia<sup>2</sup>. L'intensa attività di fusione e acquisizione finanziata con il ricorso al debito e, negli Stati Uniti, gli alti livelli di riacquisto di azioni proprie sono inoltre il segnale di condizioni finanziarie accomodanti per il settore societario<sup>3</sup>. Ciò detto, per le imprese in alcuni paesi – e in particolare per quelle più piccole nell'area

<sup>2</sup> Cfr. R. Banerjee, J. Kearns e M. Lombardi, "(Perché) gli investimenti sono deboli?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

<sup>3</sup> Cfr. A. van Rixtel e A. Villegas, "Emissioni azionarie e acquisti di azioni proprie", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

dell'euro – l'accesso al credito bancario resta più difficile di quanto non fosse prima della crisi, e ciò nonostante che i vincoli si siano allentati nel periodo in esame<sup>4</sup>.

## L'allocazione distorta delle risorse dovuta ai boom creditizi soffoca la produttività

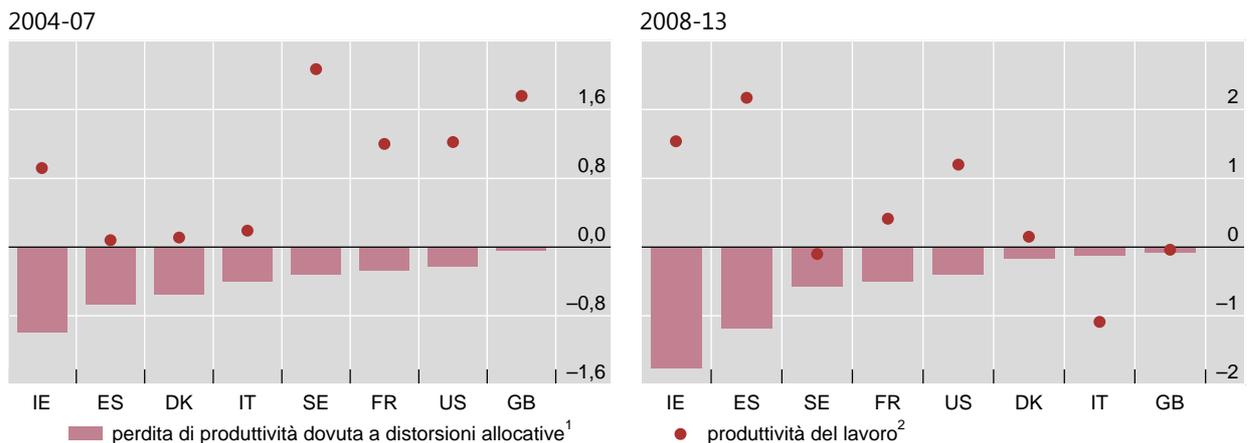
A un livello più profondo, i boom finanziari pregressi possono continuare a pesare sulle prospettive di crescita a lungo termine attraverso l'impatto negativo esercitato sugli aumenti di produttività. I boom finanziari si accompagnano in generale a distorsioni allocative di rilievo ( riquadro III.B). In particolare, il lavoro si sposta verso i settori in forte espansione con guadagni futuri di produttività relativamente contenuti. Stime preliminari indicano che le distorsioni allocative durante il boom creditizio tra il 2004 e il 2007 hanno ridotto la crescita della produttività del lavoro sul periodo corrispondente di circa 0,2 punti percentuali negli Stati Uniti, 0,4 in Italia, 0,7 in Spagna e 1 in Irlanda rispetto a uno scenario controfattuale di incremento del rapporto credito/PIL pari alla media specifica di ciascun paese nel periodo 1994-2004 (grafico III.3, diagramma di sinistra).

L'impatto di queste distorsioni è divenuto ancora maggiore negli anni successivi, quando alla fase di forte espansione è seguita una brusca contrazione. Stime analoghe mostrano che la crescita della produttività nel periodo 2008-13 sarebbe stata superiore di circa 1,8 punti percentuali in Irlanda, 1,2 in Spagna, 0,5 in Francia e 0,4 negli Stati Uniti se il rapporto credito/PIL prima della crisi fosse cresciuto allo stesso ritmo del periodo 1994-2004 (grafico III.3, diagramma di destra). Pertanto, le conseguenze dei boom creditizi potrebbero avere di fatto

### L'allocazione distorta delle risorse causata dai boom del credito frena la crescita della produttività

Tassi di crescita medi in ragione d'anno

Grafico III.3



DK = Danimarca; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; SE = Svezia; US = Stati Uniti

<sup>1</sup> Perdita in termini di crescita annua della produttività del lavoro rispetto all'ipotesi controfattuale di una crescita del credito nel 2004-07 pari alla media nazionale per il 1994-2004; in punti percentuali. <sup>2</sup> In percentuale.

Fonti: UE, KLEMS; OCSE, STAN; database GGDC 10-sector; elaborazioni BRI.

<sup>4</sup> Cfr. BCE, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, October 2014 to March 2015*, giugno 2015.

esacerbato il rallentamento tendenziale della produttività nelle economie avanzate (cfr. l'84<sup>a</sup> Relazione annuale). Per analogia, l'indebolimento della produttività osservato negli ultimi anni non è necessariamente permanente<sup>5</sup>.

### L'elevato debito pubblico riduce la crescita, e l'invecchiamento demografico peggiora il quadro

Un ulteriore freno alla crescita a lungo termine in gran parte delle economie avanzate proviene dal debito pubblico che, già generalmente ampio nel periodo pre-crisi, è lievitato a partire dal 2007<sup>6</sup>. Il rapporto medio fra il debito pubblico lordo e il PIL dovrebbe raggiungere il 120% nelle economie avanzate a fine 2015, un livello ben superiore alla media del 75% osservata prima della crisi (tabella A3 dell'Allegato statistico). In alcuni paesi gli indici di indebitamento sono molto superiori, come in Giappone (234%), Grecia (180%) e Italia (149%). I paesi si sono per la maggior parte adoperati al fine di rafforzare le posizioni di bilancio, con un miglioramento dei saldi fiscali previsto pari a circa l'1,6% del PIL nel 2015 rispetto al periodo 2012-14, ma questo non le ha ancora collocate su una traiettoria sostenibile nel lungo periodo.

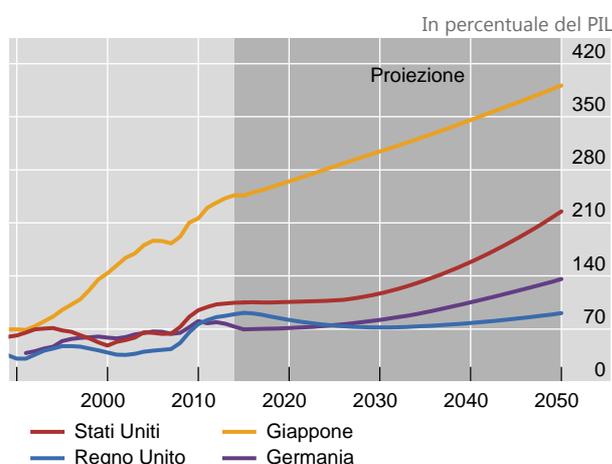
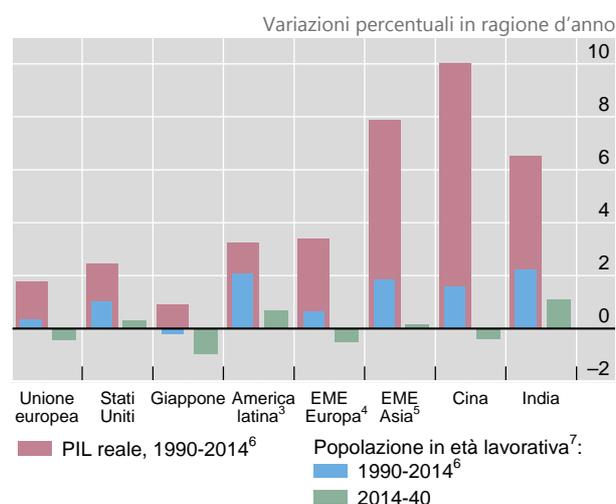
Considerato il forte aumento del debito pubblico, aggravato dalle pressioni demografiche, i governi dispongono al momento di scarso margine di manovra fiscale. A titolo esemplificativo, il grafico III.4 (diagramma di sinistra) presenta delle simulazioni del rapporto debito/PIL che estrapolano la spesa legata all'invecchiamento della popolazione applicando il livello attuale delle prestazioni alle proiezioni demografiche<sup>7</sup>. Tale spesa è destinata a collocare il debito su una traiettoria ascendente. Le simulazioni mostrano che, sulla base dei piani attuali, il debito in un primo momento diminuirà in Germania e nel Regno Unito e si stabilizzerà negli Stati Uniti, ma la spesa connessa all'evoluzione demografica finirà per provocare un'inversione di tendenza, anche se i tassi di interesse effettivi si mantenessero agli attuali livelli straordinariamente bassi. In Giappone il rapporto debito/PIL continuerà ad aumentare, nonostante il modesto incremento atteso della spesa connessa all'andamento demografico. L'onere atteso per il servizio del debito può agire come una tassa sugli investimenti del settore privato e sul lavoro, portando a un calo degli investimenti, della crescita e – a parità di aliquota – del gettito fiscale.

L'invecchiamento della popolazione non è però un problema che riguarda soltanto le economie avanzate. Esso peserà sulla crescita e sulle finanze pubbliche di un numero sempre maggiore di EME. Tra il 1990 e il 2014 il rapido incremento della popolazione in età lavorativa ha contribuito per circa un terzo all'espansione del PIL negli Stati Uniti e nell'Unione europea e per una quota significativamente maggiore in America latina (grafico III.4, diagramma di destra). Specularmente, il

<sup>5</sup> Per un'analisi delle possibili spiegazioni della debole crescita nelle economie avanzate negli ultimi anni, cfr. C. Teulings e R. Baldwin (a cura di), *Secular stagnation: facts, causes, and cures*, e-book di VoxEU.org, CEPR Press, 2014, e i riferimenti bibliografici contenuti al suo interno.

<sup>6</sup> Cfr. S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in Federal Reserve Board di Kansas City, *Economic Symposium 2011: achieving maximum long-run growth*, 2011, pagg. 145-196.

<sup>7</sup> In base alle previsioni attuali per il debito nel 2015 e nell'ipotesi che il saldo primario si evolva in linea con le proiezioni più recenti delle autorità nazionali fino all'ultimo anno per il quale sono disponibili. Per gli anni successivi, si ipotizza che il saldo primario al netto della spesa connessa all'evoluzione demografica rimanga costante in percentuale del PIL.

Proiezioni sul debito delle amministrazioni pubbliche<sup>1</sup>Contributo della popolazione in età lavorativa alla crescita del PIL<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Valori nominali del debito; incorporano le proiezioni relative all'aumento della spesa collegata all'età. Si ipotizza che tra il 2016 e il 2050 i tassi di interesse effettivi sui costi di indebitamento medi rimangano al livello delle proiezioni per il 2015. <sup>2</sup> Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2014. <sup>3</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. <sup>4</sup> EME Europa: Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Macedonia (FYR), Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Turchia, Ucraina e Ungheria. <sup>5</sup> EME Asia: Bangladesh, Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Myanmar, Pakistan, Singapore, Thailandia e Vietnam. <sup>6</sup> Per le EME europee, 1995-2014 (per la Serbia, 1997-2014). <sup>7</sup> Di età compresa fra i 20 e i 64 anni.

Fonti: Commissione europea; Congressional Budget Office statunitense; FMI; OCSE; Office for Budget Responsibility britannico; Ufficio del Gabinetto giapponese; elaborazioni BRI.

suo previsto calo nel periodo 2014-40 farà scendere il tasso di incremento del PIL di circa 1 punto percentuale l'anno in Giappone e di circa 0,5 punti percentuali nell'Unione europea, nei paesi emergenti dell'Europa e in Cina.

Sorreggere la crescita economica in presenza di un invecchiamento della popolazione pone i responsabili delle politiche di fronte a importanti sfide. Il calo delle forze di lavoro connesso all'invecchiamento può essere contrastato mediante un'ampia gamma di misure. Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, specie nelle fasce di età più avanzata e tra le donne, può ancora aumentare. Visto che di norma le mansioni da svolgere richiedono oggi uno sforzo fisico minore, vi è spazio per un allungamento delle carriere. Inoltre, riforme strutturali che affrontino direttamente l'indebolimento della crescita tendenziale della produttività (da un alleggerimento della regolamentazione al miglioramento dell'istruzione) potrebbero accrescere la qualità – e quindi la produttività – delle forze di lavoro (cfr. l'83<sup>a</sup> Relazione annuale, Capitolo III).

## Quanto sono solide le EME?

A prima vista l'attuale contesto di boom creditizi, revisioni al ribasso della crescita e inasprimento delle condizioni di finanziamento in dollari appare simile a quello osservato in passato prima di gravi tensioni finanziarie nelle EME. Tuttavia una valutazione adeguata delle vulnerabilità potenziali dovrebbe prendere in considerazione anche gli importanti cambiamenti che sono intervenuti nelle EME negli anni recenti e che ne hanno rafforzato la capacità di tenuta.

Per quanto diverse, le passate crisi finanziarie nelle EME presentano alcuni elementi comuni<sup>8</sup>. In primo luogo, facevano seguito a periodi di ottimismo degli investitori, che si tramutavano in pessimismo quando la variazione delle condizioni esterne metteva in luce le debolezze dei modelli di crescita sottostanti. In secondo luogo, l'effetto congiunto di condizioni finanziarie espansive nelle economie avanzate e di insufficiente flessibilità dei cambi contribuiva a creare condizioni finanziarie e monetarie interne eccessivamente accomodanti e a determinare apprezzamenti del tasso di cambio reale. Ciò alimentava a sua volta boom dei prezzi delle attività e un'impennata del credito, per lo più a breve termine e in valuta estera. In terzo luogo, l'interazione fra l'andamento deludente della crescita e la fragilità della struttura del debito trasformava quello che avrebbe potuto essere un rallentamento ciclico in una crisi finanziaria, con elevati costi economici e sociali. I tassi di cambio erano oggetto di imponenti pressioni. Quando i paesi svalutavano la propria moneta, il considerevole debito in valuta estera amplificava l'onere per i mutuatari. Al tempo stesso le scadenze ravvicinate del debito costringevano le economie a procedere a correzioni ampie e immediate per onorare gli obblighi di servizio dello stesso. I dubbi circa la capacità del settore privato e pubblico di onorare i propri obblighi paralizzavano i mercati dei capitali e l'attività economica. Infine, le crisi producevano gravi effetti di contagio nelle altre EME.

Per confrontare la situazione attuale con quella esistente prima dei precedenti episodi di tensione vengono considerati nell'ordine gli andamenti dell'economia reale e più in particolare le vulnerabilità finanziarie.

## Rischio di delusione

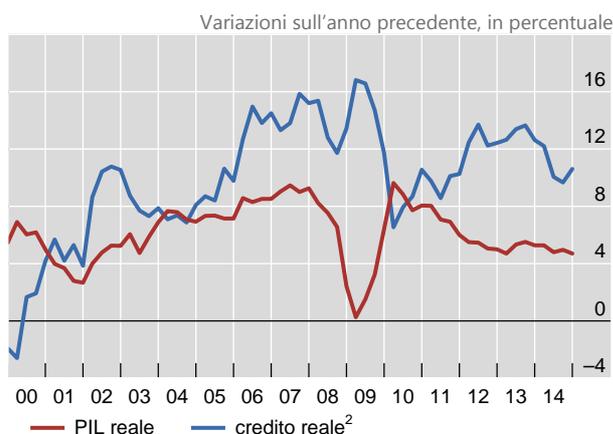
Le EME hanno attraversato uno dei periodi storicamente più lunghi di grande espansione. Dal 2002 il prodotto è salito in media di oltre il 6% l'anno (grafico III.5, diagramma di sinistra). L'aumento è stato prossimo al 10% per la Cina e pari a circa il 6% per l'Asia emergente esclusa la Cina e al 3,5% per l'America latina e l'Europa centrale e orientale. La Grande Recessione ha interrotto solo brevemente questa fase di forte crescita, con l'eccezione notevole di alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale. Il tasso di crescita del prodotto è sceso al 3% nel 2009, ma è risalito al 9% nel 2010. Da allora, tuttavia, ha evidenziato un calo graduale, seppure di entità assai diversa nei vari paesi.

Una lieve moderazione rispetto a questi tassi di crescita molto elevati è probabilmente inevitabile. Un rallentamento potrebbe tuttavia sollevare dubbi quanto al vigore economico di fondo delle EME per almeno tre motivi. In primo luogo, il livello elevato dei corsi delle materie prime o degli afflussi di capitali potrebbe aver dato origine a stime eccessivamente ottimistiche del prodotto potenziale. In secondo luogo, l'allocazione distorta delle risorse potenzialmente collegata ai boom finanziari potrebbe aver indebolito la produttività. In terzo luogo, il pesante onere per il servizio del debito conseguente ai boom creditizi può pesare sulla crescita nel medio periodo.

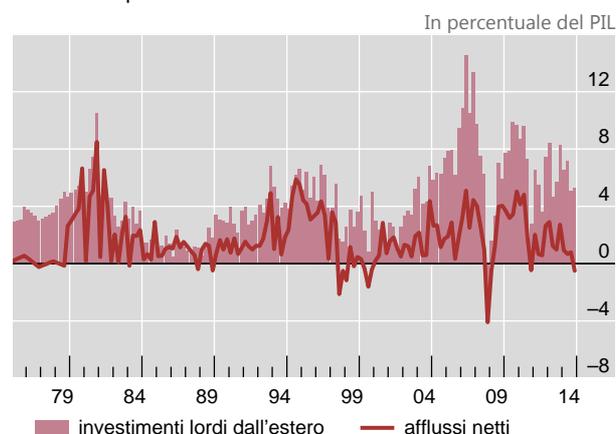
La crescita deludente dell'economia ebbe un ruolo fondamentale sia nella crisi debitoria latinoamericana del 1982 sia in quella finanziaria asiatica del 1997-98. Entrambe fecero seguito a un periodo di forte espansione arrestatosi prima di

<sup>8</sup> Cfr. C. Borio e P. Lowe, "Come valutare il rischio di crisi bancarie", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2002, pagg. 47-59; P.-O. Gourinchas e M. Obstfeld, "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", *American Economic Journal: Macroeconomics*, gennaio 2012, pagg. 226-265.

PIL e crescita totale del credito



Flussi di capitali dall'estero



<sup>1</sup> Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>2</sup> Credito totale al settore privato non finanziario deflazionato per il deflatore del PIL.

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

quanto molti si aspettassero. In Messico e Cile, oltre che in gran parte degli altri paesi dell'America latina, la crescita dipendeva in misura notevole dalla produzione di materie prime e perse slancio quando le ragioni di scambio di queste economie peggiorarono e i tassi di interesse aumentarono rapidamente nei primi anni ottanta. In Asia essa si basava in larga parte sulle esportazioni di manufatti e sul settore immobiliare. In una certa misura il boom si indebolì quando il deterioramento delle ragioni di scambio mise a nudo la bassa redditività di buona parte degli investimenti.

Allora, come oggi, la rapida crescita coincideva con boom finanziari alimentati da ampi afflussi di capitali e da un orientamento accomodante della politica monetaria a livello sia nazionale sia internazionale (cfr. anche il Capitolo V). Negli ultimi dieci anni si è assistito al maggiore afflusso lordo di capitali esteri (in percentuale del PIL dell'economia destinataria) da oltre un secolo, superiore a quello registrato prima della crisi del debito del 1982 o della crisi finanziaria asiatica (grafico III.5, diagramma di destra). I flussi in entrata hanno alimentato boom interni del credito e dei prezzi delle attività (grafico III.5, diagramma di sinistra). Dal 2004 il credito reale è aumentato di circa il 12% l'anno e i prezzi reali degli immobili sono saliti approssimativamente del 40% in media.

L'aumento dei prezzi delle materie prime e i boom finanziari interni hanno sicuramente stimolato la crescita del prodotto, ma non sarebbe saggio ritenere che questi effetti siano permanenti. Un aumento dei tassi di interesse nelle economie avanzate, e in particolare negli Stati Uniti, potrebbe far salire rapidamente i tassi interni nelle EME e inasprire le condizioni finanziarie a livello nazionale, ad esempio riducendo tra gli investitori l'incentivo alla ricerca di rendimento (cfr. il Capitolo V per un approfondimento delle ripercussioni internazionali delle politiche). Inoltre, il crollo dei corsi petroliferi ha mostrato come le condizioni nei mercati delle materie prime possano mutare rapidamente.

Le stime della differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale (output gap) corrette per l'effetto ciclico dell'aumento dei prezzi delle materie prime e dei flussi di capitali illustrano questo punto. Esse indicano che le misure tradizionali potrebbero aver sovrastimato il prodotto potenziale di circa il 2% in media in Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù dal 2010 (grafico III.6, diagramma di sinistra). Pertanto, un'inversione di questi fattori potrebbe di fatto tradursi in livelli di crescita deludenti.

I boom finanziari degli ultimi 10-15 anni potrebbero altresì pesare sulla crescita di medio periodo. Storicamente, i boom creditizi e l'apprezzamento del tasso di cambio reale nelle EME hanno coinciso con un trasferimento di risorse dai settori tradabile a quelli non tradabile. Ad esempio, durante il boom di fine anni settanta la crescita del comparto dei beni tradabile diversi dalle materie prime fu pari ad appena la metà di quella del PIL in Messico e Cile. Quando il boom delle materie prime si concluse, tale comparto aveva dimensioni ridotte e non era pertanto in grado di assorbire le risorse liberate dai settori economici in fase di contrazione. Distorsioni allocative di questo tipo possono indebolire sostanzialmente la crescita della produttività e richiedere correzioni dolorose.

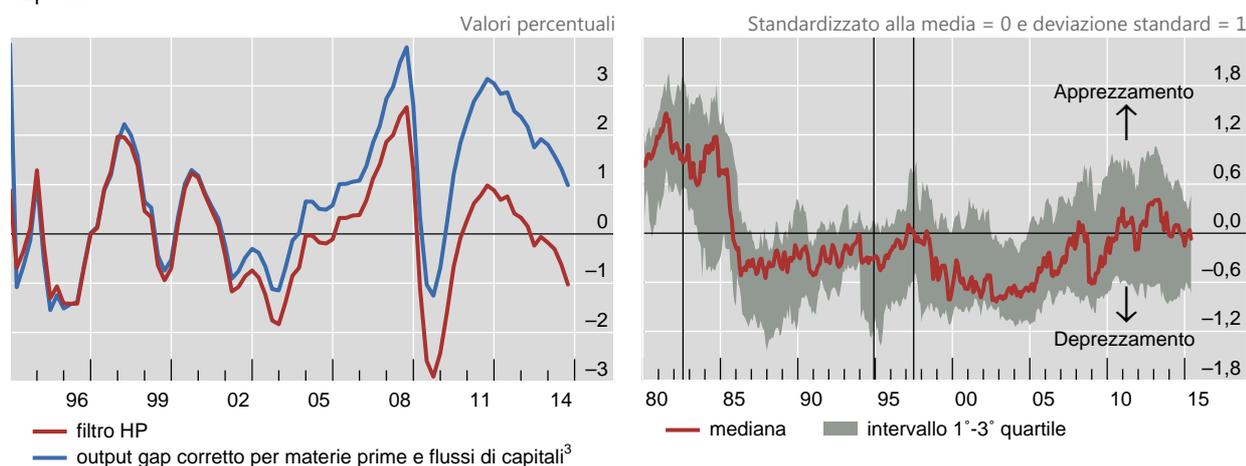
Anche i tassi di cambio reali ponderati per il commercio sono visibilmente cresciuti nella recente fase di boom, sebbene tale andamento celi differenze significative tra paesi (grafico III.6, diagramma di destra). Tra i primi del 2009 e la metà del 2013 il tasso di cambio effettivo reale mediano rispetto alle medie storiche è salito nelle EME al livello più alto da tre decenni. Da allora, tuttavia, è sceso su un

## I prezzi delle materie prime e gli afflussi di capitali sovrastimano il prodotto potenziale e spingono verso l'alto i tassi di cambio

Grafico III.6

Output gap corretto per le materie prime e i flussi di capitali<sup>1</sup>

Tasso di cambio effettivo reale<sup>2</sup>



Le linee nere verticali nel diagramma di destra indicano l'inizio di una crisi: agosto 1982 (moratoria sul debito messicano), dicembre 1994 (svalutazione messicana) e luglio 1997 (fluttuazione del baht thailandese).

<sup>1</sup> Gli aggregati corrispondono alla media di Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù, ponderata in base al PIL e alle PPA. Per il Perù, dati fino al 4° trimestre 2013. <sup>2</sup> I paesi del campione sono: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>3</sup> Calcolato in base alla metodologia di C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *BIS Working Papers*, n. 442, febbraio 2014. All'equazione dell'output gap dinamico sono stati aggiunti gli afflussi netti e i prezzi nazionali delle materie prime.

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics*, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; database Comtrade delle Nazioni Unite; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

valore prossimo alla media di lungo periodo. Non è chiaro se questo indichi un'avvenuta correzione o preannunci ulteriori movimenti dei cambi.

## Vulnerabilità finanziarie

Senza gli effetti di amplificazione operata dai canali finanziari, le debolezze di fondo delle EME in America latina nei primi anni ottanta o in Asia negli anni novanta non sarebbero sfociate in crisi gravi. L'elevato indebitamento e la fragilità delle strutture finanziarie rendevano queste economie vulnerabili agli shock sia esterni sia interni. Quando la crescita perse vigore e le condizioni finanziarie mondiali si inasprirono, divenne sempre più difficile rifinanziare il debito e spesso emersero vulnerabilità nei settori bancari nazionali.

La scadenza ravvicinata e la denominazione valutaria del debito ampliarono questi problemi. Quando i paesi finirono per svalutare le loro monete, l'impennata dell'onere per il servizio del debito calcolato nella valuta locale mise a dura prova la capacità del settore pubblico e/o privato di onorare gli impegni assunti. La necessità di rimborsare i finanziamenti esterni in valuta estera innescò crisi di bilancia dei pagamenti. Inoltre, l'inasprimento delle condizioni finanziarie esterne e il crollo del tasso di cambio generarono una stretta creditizia interna che colpì anche i settori che non presentavano disallineamenti valutari.

Oggi l'elevato livello del debito accresce la vulnerabilità delle EME. L'incidenza complessiva del debito delle amministrazioni pubbliche e del settore privato non finanziario sul PIL è aumentata di circa il 50% rispetto all'epoca della crisi finanziaria asiatica nel 1997 (grafico III.7, diagramma di sinistra). Il debito pubblico si aggira attorno al 45% del PIL dalla metà degli anni novanta, mentre quello del settore privato non finanziario è salito da circa il 60% ad approssimativamente il 120% del PIL tra il 1997 e il 2014. Il ruolo della provvista transfrontaliera delle banche nelle EME in questo boom è stato limitato, scendendo da circa il 9% del PIL prima della crisi finanziaria asiatica a circa il 5% nel 2014.

Gli indicatori di allerta precoce delle tensioni nel settore bancario segnalano l'esistenza di rischi derivanti dalla forte espansione dei prestiti (tabella A4 dell'Allegato statistico). Il gap del credito, vale a dire lo scostamento del credito al settore privato dal suo trend di lungo periodo, si colloca ben al di sopra del 10% in paesi tanto diversi come Brasile, Cina, Indonesia, Singapore e Thailandia. In passato, due terzi degli sforamenti di questa soglia sono stati seguiti da forti tensioni bancarie nei tre anni successivi<sup>9</sup>. Va detto che, nonostante la rapida crescita del credito, i bassi tassi di interesse hanno mantenuto gli indici di copertura del servizio del debito attorno al loro livello di lungo periodo in gran parte dei paesi, seppur con alcune eccezioni di rilievo. Le famiglie e le imprese in Brasile, Cina e Turchia hanno visto aumentare notevolmente la spesa per il servizio del debito. Tuttavia, più in generale, un aumento dei tassi di interesse farebbe salire gli indici del servizio del debito anche in altri paesi e specialmente in Asia.

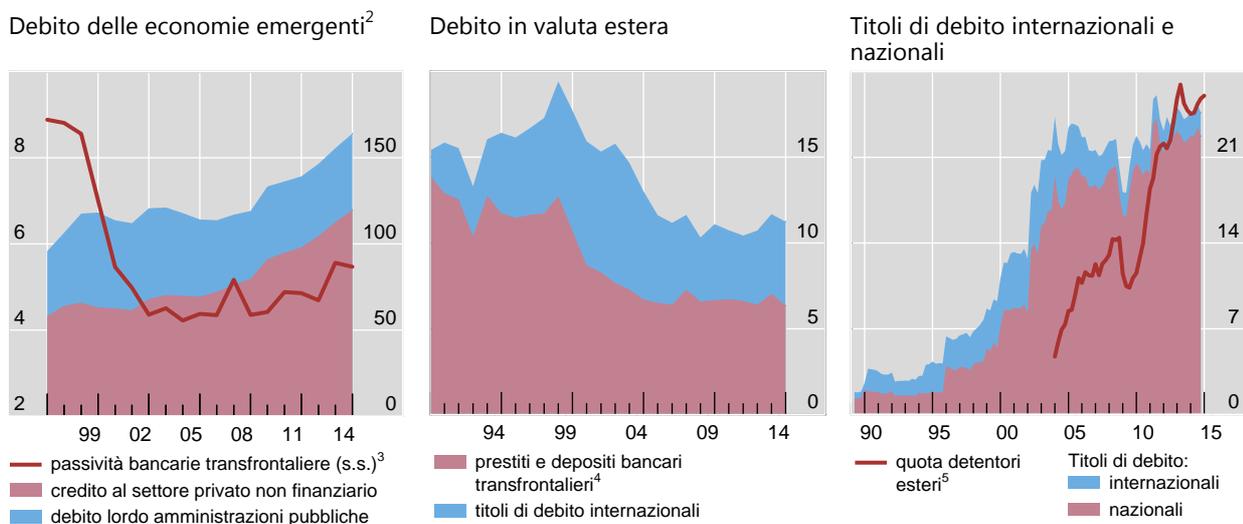
Per contro, i rischi derivanti dal debito denominato in valuta estera sembrano lievemente inferiori. In media, l'incidenza sul PIL dell'insieme dei titoli di debito internazionali e dei prestiti bancari transfrontalieri in valuta è diminuita rispetto al

<sup>9</sup> Cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, dicembre 2011, pagg. 189-240.

## Debito delle economie emergenti<sup>1</sup>

Importi in essere in base alla residenza del debitore, in percentuale del PIL

Grafico III.7



<sup>1</sup> Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>2</sup> Paesi elencati nella nota 1 escluse Arabia Saudita, Turchia e Ungheria. <sup>3</sup> Prestiti e depositi bancari transfrontalieri, più titoli di debito internazionali emessi da banche. <sup>4</sup> Prestiti e depositi bancari transfrontalieri nei confronti dei settori bancario e non bancario, denominati in dollari USA, euro, franchi svizzeri, sterline e yen giapponesi. Prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere denominate nelle valute estere elencate. <sup>5</sup> Medie semplici della quota degli investitori esteri nel mercato del debito delle amministrazioni locali per i paesi elencati nella nota 1 esclusi Arabia Saudita, Argentina, Cile, Cina e Filippine.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; [www.carmenreinhardt.com/data](http://www.carmenreinhardt.com/data); Datastream; Institute of International Finance; statistiche nazionali; statistiche bancarie BRI su base locale per residenza e statistiche BRI sui titoli di debito per residenza; stime BRI.

1997 (grafico III.7, diagramma centrale). Il calo va ricondotto ai prestiti bancari transfrontalieri, la cui quota sul PIL è scesa da oltre il 10% a circa il 6% nel 2014. Se si esclude la Cina, il rapporto tra il debito in valuta e il PIL si colloca al momento attorno al 14%, contro quasi il 20% nel 1997.

Anche la struttura del debito pubblico è divenuta meno fragile. I governi ricorrono in misura sempre maggiore al collocamento di obbligazioni nei mercati locali (grafico III.7, diagramma di destra). Di conseguenza, fra il 1997 e il 2014 la quota dei titoli di debito internazionali è scesa da circa il 40% ad approssimativamente l'8% del totale.

Ciò detto, questo non rende le economie immuni dalle influenze esterne. Ad esempio, i tassi di interesse a lungo termine in moneta locale nelle EME presentano in genere uno stretto comovimento con quelli relativi alle principali valute di riserva (cfr. il riquadro V.C nel Capitolo V). La quota del debito pubblico interno detenuta da investitori esteri è di fatto salita da circa il 9% nel 2005 a oltre il 25% nella media delle EME ed è superiore al 35% in Messico, Indonesia, Polonia e Perù. Consistenti ricomposizioni di portafoglio potrebbero dare origine a forti oscillazioni dei prezzi delle attività.

Inoltre, nonostante la complessiva riduzione del debito in valuta estera delle EME, in alcuni paesi permangono rischi connessi ai disallineamenti valutari relativi soprattutto all'indebitamento delle imprese. Il debito in valuta sotto forma di obbligazioni e prestiti bancari transfrontalieri si colloca attorno al 30% del PIL in Ungheria, Cile e Turchia, dove è ascrivibile per un terzo-un quarto alle banche

(grafico III.8, diagramma di sinistra), ma risulta piuttosto elevato anche in Perù, Messico, Polonia, Repubblica Ceca e Corea. Non è chiaro in che misura ciò possa dar luogo a disallineamenti valutari, poiché i dati sulle coperture finanziarie sono frammentari. Buona parte dei titoli di debito in valuta delle società non finanziarie delle EME è emessa da imprese produttrici di beni tradable (grafico III.8, diagramma di destra), che potrebbero disporre di entrate in valuta con cui coprire in modo naturale gli obblighi in monete diverse da quella locale.

Tuttavia, le coperture naturali possono rivelarsi non particolarmente efficaci se i proventi delle esportazioni calano al rafforzarsi della valuta di denominazione (come avviene spesso nel caso delle materie prime) e anche le coperture finanziarie possono risultare vulnerabili in presenza di variazioni assai ampie dei tassi di cambio. Molte imprese delle EME hanno ad esempio subito pesanti perdite in valuta a seguito del fallimento di Lehman Brothers nel 2008, in parte a causa della popolarità di contratti che le avevano lasciate esposte ai rischi di ampi movimenti valutari<sup>10</sup>.

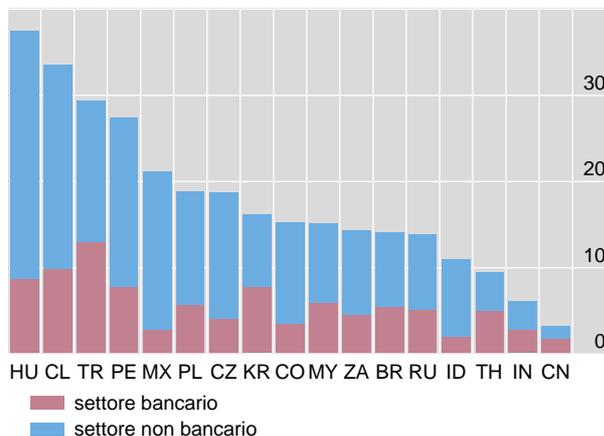
Infine, il passaggio dalle banche alle fonti di mercato nel finanziamento del settore privato ha conseguenze incerte. Le banche erogano ancora la maggior parte dei finanziamenti sull'interno, ma la loro quota sul totale del credito internazionale è diminuita sensibilmente dalla Grande Crisi Finanziaria (grafico III.9, diagramma di sinistra). Le consistenze di titoli di debito del settore privato delle EME sono per contro salite a oltre il 3% agli inizi del 2015 (grafico III.9, diagramma centrale), anche se questo dato cela grandi differenze tra paesi. In aggiunta, le società non

## Debito in valuta estera

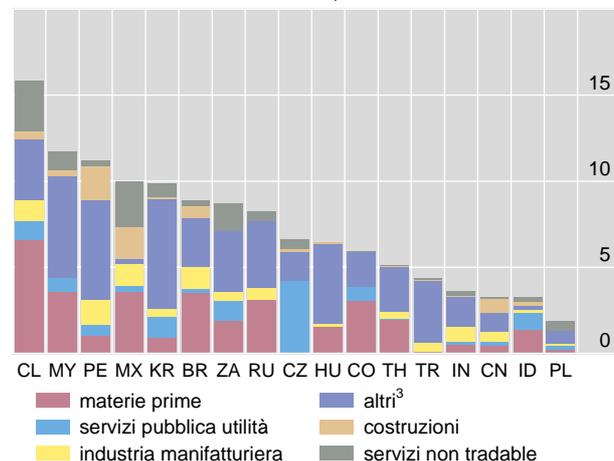
Importi in essere, in percentuale del PIL nominale

Grafico III.8

Settore bancario e settore non bancario a confronto<sup>1</sup>



Titoli di debito in valuta estera, in base al settore<sup>2</sup>



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

<sup>1</sup> Prestiti e depositi bancari transfrontalieri (denominati in dollari USA, euro, franchi svizzeri, sterline e yen giapponese) in essere al 4° trimestre 2014 in base alla residenza del debitore, più titoli di debito in valuta estera in essere a fine marzo 2015 in base alla residenza dell'emittente. <sup>2</sup> In base alla nazionalità dell'emittente, a fine marzo 2015. <sup>3</sup> Società finanziarie, assicurative, editoriali e società holding.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Dealogic; statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità e per residenza; elaborazioni BRI.

<sup>10</sup> Cfr. M. Chui, I. Fender e V. Sushko, "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

## Debito del settore privato nelle EME<sup>1</sup>

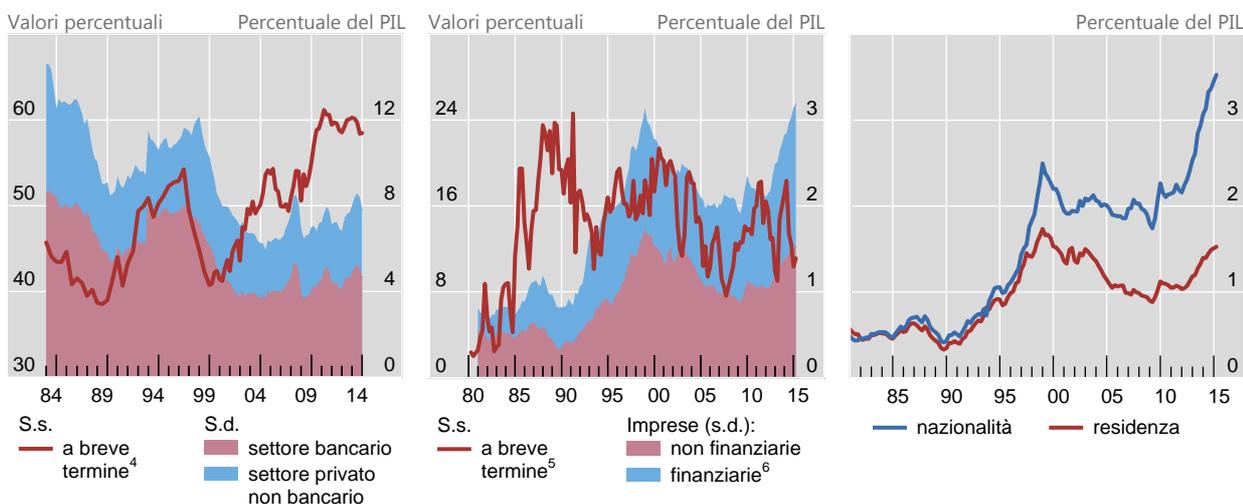
Consistenze in essere

Grafico III.9

Prestiti bancari transfrontalieri<sup>2</sup>

Titoli di debito internazionali<sup>3</sup>

Titoli di debito internazionali di imprese non finanziarie delle EME



<sup>1</sup> Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>2</sup> Prestiti e depositi bancari transfrontalieri in base alla residenza; prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere. <sup>3</sup> In base alla residenza. <sup>4</sup> Prestiti a breve termine (con vita residua fino a un anno) sul totale delle attività internazionali. <sup>5</sup> Titoli con vita residua fino a un anno in rapporto alla somma dei titoli di debito delle società finanziarie e non finanziarie (escluse le banche centrali). <sup>6</sup> Escluse le banche centrali.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche bancarie consolidate BRI, statistiche bancarie BRI su base locale per residenza e statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

finanziarie hanno emesso strumenti di debito in misura corrispondente al 2% del PIL attraverso le loro affiliate offshore (grafico III.9, diagramma di destra). Da un lato, questo fenomeno ha ridotto il rischio di mancato rinnovo. La quota di titoli di debito con vita residua inferiore a un anno è ora di circa il 10%, contro il 60% per i prestiti bancari transfrontalieri. L'incidenza del debito bancario a breve termine è particolarmente elevata in Cina. Dall'altro lato, il comportamento libero da vincoli degli investitori può amplificare le dinamiche dei prezzi nelle fasi di tensione (cfr. infra).

### Linee di difesa

Dalla fine degli anni novanta le EME si sono impegnate a fondo nel rafforzamento di varie linee di difesa al fine di limitare il rischio di tensioni finanziarie e di gestire eventuali tensioni in modo più efficace.

Una prima difesa possibile contro le crisi esterne è rappresentata dall'aumento delle attività sull'estero del settore privato. Tra la metà degli anni novanta e il 2014 le attività estere detenute dal settore privato nelle EME sono salite all'incirca dal 30 al 45% del PIL (grafico III.10, diagramma di sinistra). In pratica, tuttavia, esse possono risultare difficili da liquidare in situazioni di stress. Anzitutto i detentori di attività e passività spesso non coincidono. In secondo luogo le attività possono essere illiquide. Infine, le disponibilità di attività estere possono risentire delle medesime condizioni di mercato che determinano le tensioni.

La linea di difesa probabilmente più evidente sono le riserve ufficiali in valuta, che hanno registrato un massiccio incremento. Nelle EME esse sono cresciute approssimativamente al 30% del PIL nel 2014, da circa il 10% alla metà degli anni novanta, anche se più di recente hanno registrato un lieve calo. Va detto che le riserve variano notevolmente da un paese all'altro. Al momento la loro incidenza sul PIL è ad esempio attorno al 100% in Arabia Saudita, fra il 30 e il 45% in Cina, Perù, Malaysia, Thailandia e Ungheria, pari al 10-20% in Cile, Messico, India, Turchia e Sudafrica e a circa il 5% in Argentina. In ogni caso, le disponibilità ufficiali sono di norma superiori alle passività a breve termine. Inoltre sono state occasionalmente integrate da linee di swap in valuta tra banche centrali e da altri meccanismi quali la Flexible Credit Line dell'FMI.

Se questo maggiore volano di sicurezza fornisce indubbiamente una protezione molto superiore che in passato, permangono interrogativi sulla possibilità di un suo efficace utilizzo. Nello specifico può risultare difficile incanalare le riserve ufficiali dove necessario per colmare gli scompensi di liquidità del settore privato. Inoltre le autorità potrebbero essere restie a intervenire per vari motivi, tra cui il desiderio di non introdurre gli incentivi sbagliati o di non lasciare a intendere che hanno esaurito troppo rapidamente le munizioni.

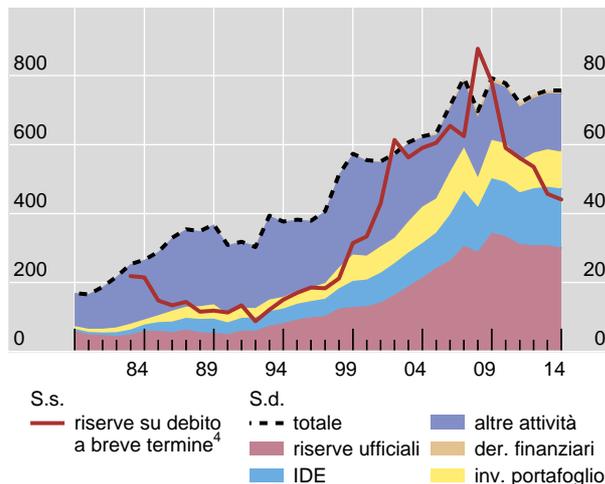
Quel che è più importante, la maggiore flessibilità macroeconomica offerta dal migliorato quadro di riferimento delle politiche dovrebbe aver accresciuto la tenuta delle EME. Dal lato monetario, il passaggio da strategie incentrate su tassi di cambio fissi ad approcci fondati su un obiettivo di inflazione dovrebbe offrire un ulteriore margine per gestire più efficacemente i boom creditizi e le connesse vulnerabilità.

## Linee di difesa<sup>1</sup>

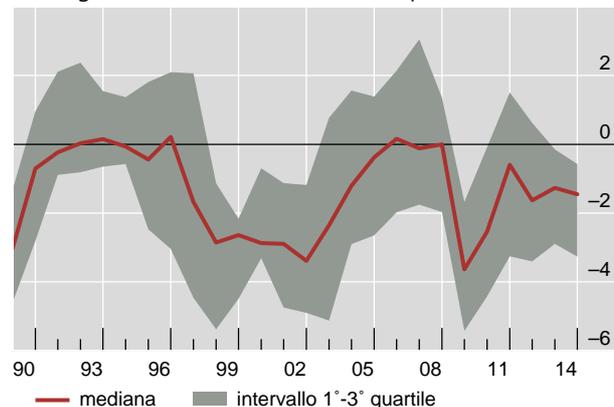
In percentuale del PIL

Grafico III.10

Attività internazionali lorde<sup>2</sup>



Saldo generale delle amministrazioni pubbliche<sup>3</sup>



<sup>1</sup> I paesi del campione sono: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>2</sup> Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA dei paesi elencati nella nota 1; esclusi Argentina, Malaysia e Sudafrica per il 2014. <sup>3</sup> Rapporto fra indebitamento/accreditamento netto delle amministrazioni pubbliche e PIL. <sup>4</sup> Quota delle riserve ufficiali sul debito con vita residua fino a un anno. Il debito è definito come somma dei titoli di debito internazionali in base alla residenza (insieme dei settori) e delle attività internazionali consolidate in base alla controparte immediata (insieme dei settori).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; versione aggiornata e ampliata della serie di dati costruita da P. Lane e G. M. Milesi-Ferretti in "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics* 73, novembre 2007, pagg. 223-250; statistiche bancarie consolidate BRI e statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

Tassi di cambio più flessibili accrescono anche la capacità di un paese di adeguarsi ai cambiamenti nel contesto economico. Nell'anno trascorso alcune EME, specie in America latina, hanno registrato un cospicuo deprezzamento della moneta locale senza che questo abbia innescato una crisi.

Nondimeno, tali mutamenti non hanno immunizzato del tutto i paesi dagli andamenti esterni. Come indicato nel Capitolo V, la flessibilità dei cambi ha protetto solo in parte le EME dalle ricadute della politica monetaria dei paesi avanzati. L'esperienza recente di Brasile e Turchia, che hanno innalzato i tassi ufficiali mentre l'attività economica si stava indebolendo, illustra inoltre i vincoli cui è sottoposta la politica monetaria interna in presenza di ampi deflussi di capitali connessi all'inasprimento monetario nelle economie avanzate.

La capacità della politica fiscale di assorbire gli shock appare limitata. I disavanzi di bilancio sono più ampi che nel 2007 (grafico III.10, diagramma di destra). A questo si aggiunge il fatto che il valore mediano del disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche, pari all'1,5% del PIL nel 2014, riflette dati significativamente diversi nei vari paesi: in Brasile e India, ad esempio, il disavanzo di bilancio supera il 6% del PIL. È inoltre probabile che i boom finanziari abbiano indotto a sopravvalutare lo stato di salute dei conti pubblici. Come discusso in maggiore dettaglio nella Relazione annuale dello scorso anno, questo riflette una sovrastima della crescita e del prodotto potenziali, l'abbondanza di entrate connessa ai boom finanziari e l'accumulo di passività eventuali che potrebbero concretizzarsi nella successiva fase di bust. L'esperienza di paesi quali la Spagna e l'Irlanda, le cui posizioni di bilancio apparivano illusoriamente solide prima della Grande Crisi Finanziaria, costituisce un chiaro esempio al riguardo.

## Contagio finanziario e reale

Oggi il grado di integrazione delle EME nell'economia e nel sistema finanziario mondiali è molto maggiore che in passato. Eventuali tensioni finanziarie gravi, quindi, avrebbero ripercussioni internazionali più ampie.

Le passate crisi finanziarie nelle EME ebbero diffusi effetti di contagio. In primo luogo gli investitori mondiali si ritirarono dai paesi che avevano caratteristiche in comune con le economie direttamente interessate. Nel 1997 lo spettro della crisi passò ad esempio dalla Thailandia all'Indonesia, per poi raggiungere Malaysia, Filippine e Corea. In secondo luogo, le tensioni si propagarono per il tramite dei creditori comuni. La crisi del debito in America latina si è ad esempio trasmessa attraverso il sistema bancario statunitense, che era pesantemente esposto verso la regione.

Non è ancora chiaro in che misura i cambiamenti nella struttura finanziaria abbiano modificato il potenziale di contagio. L'attuale espansione dell'attività bancaria a livello regionale in Asia potrebbe aver accresciuto le probabilità di contagio diretto nella regione. Fra il 2007 e il 2014 la quota delle banche in Asia e nel Pacifico sul totale delle attività internazionali verso l'Asia emergente è aumentata da circa un terzo a quasi tre quinti e quella delle banche dell'area dell'euro è invece scesa al 15%, meno della metà del livello del 2007. D'altro canto, alcuni riscontri dell'episodio del "taper tantrum" indicano che gli investitori internazionali nei mercati emergenti sono divenuti più selettivi (cfr. l'84<sup>a</sup> Relazione annuale, pagg. 32-33). Ciò dovrebbe ridurre il contagio derivante da somiglianze presunte, anziché effettive. Tuttavia, gli investitori potrebbero divenire meno selettivi durante una fase di più ampio ripiegamento.

Un cambiamento fondamentale è costituito dal maggiore peso che hanno assunto le scelte degli asset manager e degli investitori in fondi obbligazionari delle EME. La transizione dal credito bancario alla raccolta sui mercati e il connesso allungamento delle scadenze, assieme all'aumento della quota di debito in moneta nazionale, comportano un parziale spostamento del rischio dai debitori ai creditori. Esistono riscontri del fatto che sia gli asset manager sia i proprietari ultimi delle attività tendono a comportarsi in modo correlato, acquistando quando i prezzi salgono e vendendo quando scendono, il che limita i vantaggi offerti da una base di investitori più differenziata (Capitolo VI)<sup>11</sup>. Il problema dell'azione collettiva da parte di investitori diversi può altresì rendere più difficile per i responsabili delle politiche arginare fenomeni di consistente disimpegno rispetto ai casi di disimpegno delle banche internazionali.

Quel che è più importante, il contagio potrebbe non limitarsi alle EME: la crisi debitoria del 1982 in America latina di fatto provocò problemi significativi nel sistema bancario statunitense. Oggi i prenditori delle EME sono i destinatari del 20% delle attività estere consolidate delle banche dichiaranti alla BRI (in base al rischio ultimo) nonché gli emittenti del 14% di tutti i titoli di debito in essere. Eventuali perdite su queste esposizioni presenterebbero inevitabilmente conseguenze importanti per almeno alcuni grandi creditori. Analogamente, le imprese delle EME rappresentano il 20% della capitalizzazione di mercato dell'indice generale del mercato azionario MSCI Global.

Gli effetti di contagio, inoltre, non riguarderebbero esclusivamente i canali finanziari. A differenza del passato, negli ultimi anni le EME sono state il motore principale della crescita mondiale. Esse costituiscono approssimativamente la metà del PIL mondiale in termini di parità di potere di acquisto (PPA), contro circa un quarto all'epoca della crisi debitoria latinoamericana e un terzo prima della crisi finanziaria asiatica nel 1997. Il loro contributo alla crescita mondiale è salito da circa 1 punto percentuale negli anni ottanta a oltre 2 punti dai primi anni duemila. Il crollo del commercio mondiale, diminuito di più del 20% fra il 2008 e il 2009, illustra chiaramente come le crisi finanziarie possano incidere sull'economia reale.

Nell'insieme, vari motivi inducono a ritenere che le EME siano oggi più resilienti rispetto agli anni ottanta e novanta: il quadro macroeconomico si è irrobustito, la flessibilità del cambio è aumentata, l'infrastruttura del sistema finanziario è più solida e la regolamentazione prudenziale è divenuta maggiormente rigorosa. Le linee di difesa sono più resistenti, come emerge in particolare dalla crescita delle riserve valutarie. Inoltre, lo sviluppo dei mercati delle obbligazioni in moneta locale ha ridotto l'eccessivo ricorso dei governi al debito in valuta estera.

Ciò nonostante, alcuni altri sviluppi impongono cautela. Il credito ha registrato una rapidissima crescita, portandosi spesso su livelli anche superiori a quelli che in passato sfociarono in gravi tensioni nel sistema bancario. In aggiunta, i buoni risultati macroeconomici potrebbero non isolare le EME dagli shock esterni. Il debito in valuta estera è diminuito in rapporto al PIL, ma si concentra nel settore societario, dove i disallineamenti valutarie sono più difficili da misurare. Un'efficace mobilitazione delle riserve per contrastare carenze di liquidità in settori specifici o sostenere la moneta locale potrebbe dimostrarsi difficile. Infine, l'accresciuta importanza degli asset manager esteri a scapito del credito bancario potrebbe aver modificato le dinamiche di mercato in modi non del tutto chiari.

<sup>11</sup> Cfr. K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

## I cicli finanziari e l'economia reale

Il ciclo finanziario ha plasmato l'evoluzione di molte economie sia prima sia dopo la Grande Crisi Finanziaria. Studi recenti chiariscono ulteriormente alcune dinamiche di fondo, evidenziando due variabili: la leva finanziaria aggregata (lo stock di credito in relazione ai prezzi delle attività) e gli oneri per il servizio del debito (pagamenti per interessi e ammortamenti, in relazione al reddito)<sup>1</sup>. Se l'impatto della leva finanziaria è stato ampiamente analizzato, il ruolo dell'onere per il servizio del debito non ha ricevuto grande attenzione, nonostante i suoi considerevoli effetti negativi sulla crescita della spesa del settore privato.

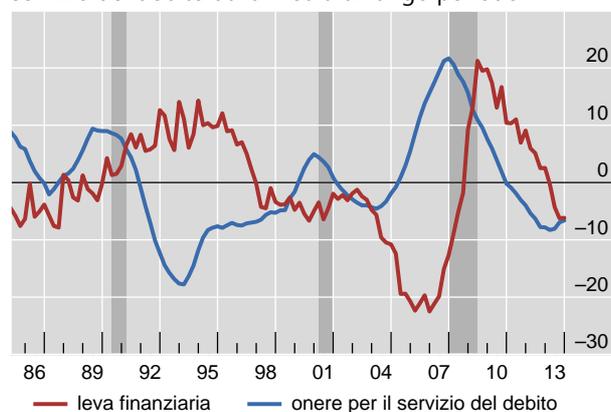
Due relazioni di lungo periodo fra credito, PIL, prezzi delle attività e tassi di interesse vincolano la leva finanziaria aggregata e l'onere aggregato per il servizio del debito. In primo luogo, la relazione tra il rapporto credito/PIL e i prezzi delle attività in termini reali ancora la leva aggregata. Essa opera per il tramite dei vincoli di garanzia: a lungo termine l'aumento dei prezzi delle attività in termini reali favorisce la crescita del rapporto credito/PIL. La seconda relazione di lungo periodo è quella fra il rapporto credito/PIL e i tassi di interesse. A parità di reddito, tassi di interesse inferiori permettono di sostenere livelli di debito maggiori. Questa relazione definisce il livello sostenibile dell'onere per il servizio del debito.

Gli scostamenti dalle ancore di lungo periodo della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito influiscono in misura significativa sul prodotto. Gli andamenti negli Stati Uniti attorno alla Grande Crisi Finanziaria ne sono un esempio. Nei primi anni duemila i prezzi delle attività erano elevati e i tassi di interesse bassi in rapporto al debito in essere, e questo ha permesso a famiglie e imprese di mutuare maggiori fondi. La crescita dei prezzi delle attività è stata superiore a quella del credito, il che ha mantenuto la leva aggregata ben al disotto dei valori di lungo periodo.

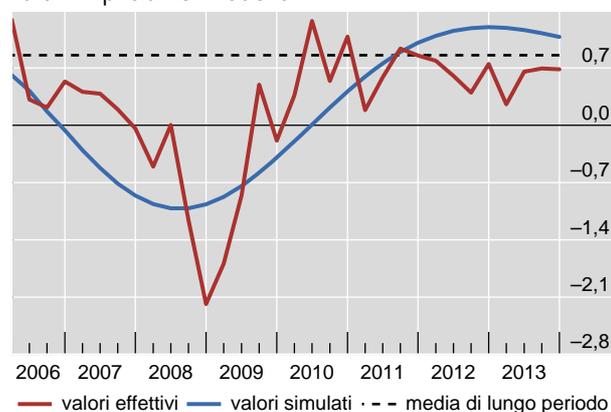
### La leva finanziaria e l'onere per il servizio del debito sono importanti determinanti della spesa

Grafico III.A

Scostamenti della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito dalla media di lungo periodo<sup>1</sup>



Crescita della spesa negli Stati Uniti: valori effettivi e valori impliciti nel modello<sup>2</sup>



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione in base alla definizione dell'NBER.

<sup>1</sup> Leva finanziaria: rapporto fra credito aggregato e prezzi delle attività in relazione ai valori di lungo periodo, misurato dagli scostamenti del rapporto credito/PIL dalla relazione di lungo periodo con i prezzi delle attività in termini reali. Onere per il servizio del debito: rapporto fra pagamenti per il servizio del debito e reddito in relazione ai valori di lungo periodo, misurato dagli scostamenti del rapporto credito/PIL dalla relazione di lungo periodo con i tassi di interesse nominali sui prestiti. <sup>2</sup> L'andamento simulato si basa su un modello VAR cointegrato stimato su dati dal 1° trimestre 1985 al 4° trimestre 2004. Questo campione fornisce anche il punto di riferimento per la media di lungo periodo della crescita della spesa. La simulazione inizia dalle condizioni della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito nel 4° trimestre 2005 e ipotizza che le altre variabili si trovino inizialmente ai loro livelli medi. Traccia quindi il percorso di ritorno verso l'equilibrio in assenza di ulteriori shock.

Fonte: M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015.

periodo (grafico III.A, diagramma di sinistra). Ciò ha fornito ampi margini per un aumento ulteriore del credito, che ha provocato altresì un aumento della spesa. Tuttavia, questo effetto di stimolo è stato gradualmente controbilanciato dalla sempre maggiore azione di freno esercitata sul reddito disponibile dall'aumento dell'onere per il servizio del debito. Questo spiega perché la crescita del prodotto alla metà degli anni duemila si è mantenuta attorno a livelli medi nonostante la rapida espansione del credito. Quando il boom finanziario ha perso slancio e i prezzi delle attività hanno iniziato a scendere, la leva aggregata ha registrato un forte aumento, vincolando la capacità di indebitamento del settore privato. Ciò ha depresso ancora di più la spesa, portando a una grave recessione. La politica monetaria ha reagito con un abbassamento dei tassi di interesse, che si è gradualmente tradotto in un calo dei costi per il servizio del debito e ha quindi diminuito l'effetto di freno sulla domanda.

Le dinamiche di aggiustamento in funzione degli scostamenti della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito dai loro valori di lungo periodo implicite in questo semplice modello corrispondono in maniera sorprendente all'evoluzione dell'attività economica negli Stati Uniti sia durante sia dopo la Grande Recessione<sup>②</sup>. Anche quando il modello viene stimato soltanto fino al quarto trimestre 2005, una previsione fuori campione (out of sample) colloca la crescita della spesa al -1% per trimestre a fine 2009, il che rappresenta un calo di entità analoga a quello osservato durante la Grande Recessione. Essa preannuncia altresì una fase prolungata di recessione e successiva ripresa, con un ritorno del tasso di incremento della spesa del settore privato sui parametri storici solo agli inizi del 2012, una stima non lontana da quanto si è effettivamente verificato (grafico III.A, diagramma di destra).

① Cfr. M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015. Le relazioni di lungo periodo sono stimate da un modello di autoregressione vettoriale (VAR) cointegrato su dati statunitensi (1985-2013) che include il rapporto credito/PIL, il tasso di interesse medio sullo stock di crediti e i prezzi in termini reali di immobili residenziali, commerciali e azioni. Gli effetti sull'economia esercitati dalla leva finanziaria e dall'onere per il servizio del debito sono stimati utilizzando un sistema VAR ampliato che include la crescita in termini reali del credito, della spesa del settore privato, delle altre voci di spesa e dei prezzi delle attività, oltre al tasso di interesse medio sullo stock di crediti. ② È importante notare che il modello incorpora la conduzione della politica monetaria rivelata dai dati fino a quel momento.

## Boom finanziari e distorsioni nell'allocazione del lavoro

La crescita della produttività aggregata può essere essenzialmente il risultato di due fattori generali. Il primo e più ovvio è rappresentato dal progresso tecnologico e dalla maggiore quantità e qualità del capitale umano e fisico nei vari settori. Il secondo è costituito dalle riallocazioni del capitale e del lavoro da settori poco profittevoli ad altri più redditizi. Questo riquadro presenta evidenze del fatto che i boom creditizi tendono a compromettere il secondo fattore. Nei periodi di vigorosa espansione del credito il lavoro affluisce in misura crescente verso i settori con bassi guadagni di produttività futuri (di norma quelli che presentano una particolare intensità di credito anche se possono non risultare molto produttivi nel lungo periodo). Ciò deprime la crescita della produttività, e di conseguenza il prodotto potenziale, anche per molto tempo dopo che il credito ha cessato di espandersi.

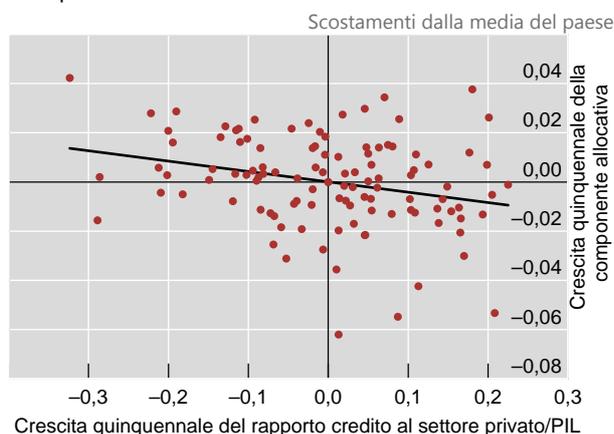
La crescita della produttività aggregata può essere scomposta in una componente comune e una componente allocativa. La prima misura la crescita della produttività nell'intera economia ipotizzando una composizione settoriale fissa, vale a dire in assenza di flussi di manodopera tra settori. La seconda misura il contributo della riallocazione del lavoro tra settori, vale a dire se la manodopera affluisce verso i settori dove si registrano maggiori guadagni di produttività<sup>1</sup>. In questo riquadro si calcola tale scomposizione per un campione di 22 economie a partire dal 1979 su periodi di cinque anni non sovrapposti. Successivamente, si analizza il modo in cui ciascuna componente è collegata alla crescita del rapporto fra credito al settore privato e PIL.

Le stime empiriche indicano che i boom finanziari, caratterizzati da un rapido aumento del rapporto fra credito al settore privato e PIL, coincidono con una minore componente allocativa. Ciò vuol dire che il lavoro affluisce ai settori a più bassa crescita della produttività (grafico III.B.1, diagramma di sinistra). Per contro, la componente comune non sembra correlata al credito privato (grafico III.B.1, diagramma di destra). L'espansione del credito può comunque stimolare la dinamica del prodotto mediante un aumento della domanda e degli investimenti, ma non quella della produttività. Per avere un'idea di cosa ciò significhi per l'economia, si consideri l'esperienza degli Stati Uniti. Fra il 2004 e il 2007 la produttività del lavoro è aumentata dell'1,2% l'anno, ma la riallocazione della

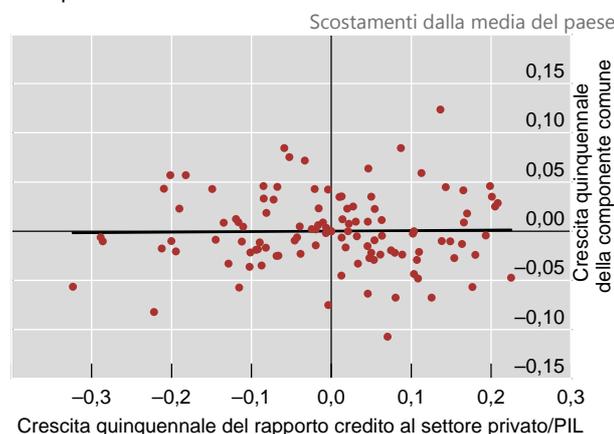
### I boom del credito portano a un'allocazione distorta del lavoro<sup>1</sup>

Grafico III.B.1

#### Componente allocativa



#### Componente comune



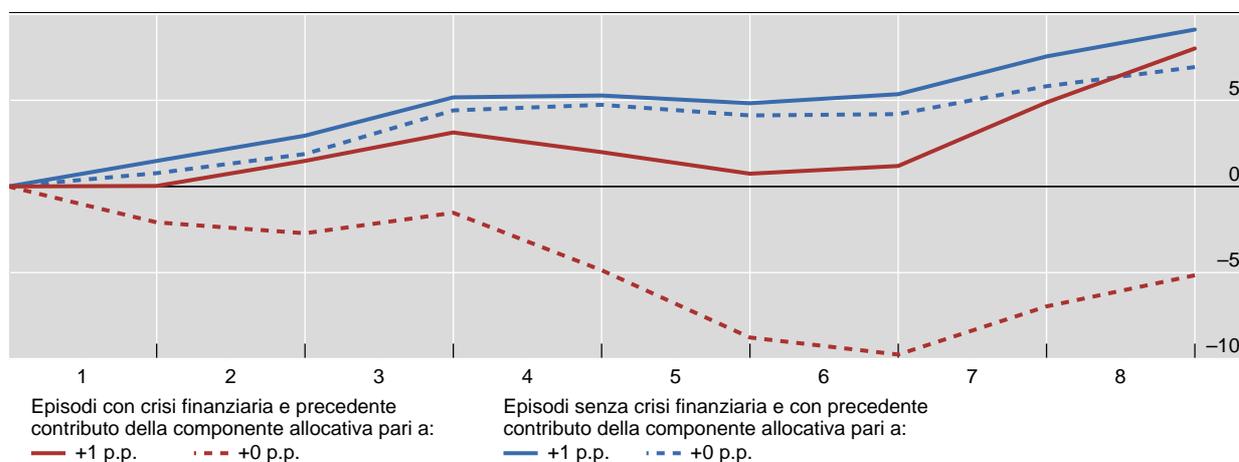
<sup>1</sup> Il diagramma di sinistra mette a confronto il tasso di crescita del rapporto fra credito al settore privato e PIL con la componente allocativa della crescita della produttività del lavoro, entrambi misurati in termini di scostamento dalle medie di paese e di periodo. Il diagramma di destra mette a confronto il tasso di crescita del rapporto fra credito al settore privato e PIL con la componente comune della crescita della produttività del lavoro, entrambi misurati in termini di scostamento dalle medie di paese e di periodo. Il campione comprende 22 economie (Australia, Austria, Belgio, Canada, Corea, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera) e sei periodi di cinque anni (1979-84; 1984-89; 1989-94; 1994-99; 1999-2004; 2004-09).

Fonte: elaborazioni BRI.

## L'effetto delle crisi finanziarie e della riallocazione del lavoro sulla produttività<sup>1</sup>

Scostamenti dal picco, in percentuale

Grafico III.B.2



<sup>1</sup> Simulazioni basate sulle regressioni di proiezione locale dello scostamento percentuale della produttività del lavoro dall'anno di picco. Le variabili indipendenti sono la componente allocativa e la componente comune della produttività del lavoro nell'arco del periodo di tre anni precedente il picco. Sono riportati separatamente gli effetti relativi ai picchi associati a una crisi finanziaria (linee rosse) e ai picchi non associati a una crisi finanziaria (linee blu). Le linee continue corrispondono alla proiezione della produttività del lavoro condizionalmente a un contributo positivo di 1 punto percentuale l'anno della componente allocativa nei tre anni precedenti il picco. Le linee tratteggiate corrispondono alla proiezione condizionalmente a un contributo nullo della componente allocativa prima del picco.

Fonte: elaborazioni BRI.

manodopera ha fornito un contributo negativo di 0,3 punti percentuali. Nello stesso periodo il rapporto fra il credito al settore privato e il PIL è salito del 4,5% l'anno. Stando a queste stime, se il rapporto credito/PIL fosse aumentato di appena l'1,5%, l'effetto di freno sulla crescita della produttività sarebbe stato neutralizzato.

La riallocazione del lavoro può altresì influire sull'evoluzione successiva della produttività aggregata, specialmente dopo una crisi finanziaria. Ciò può essere illustrato focalizzando l'attenzione sui punti di svolta del rapporto PIL/occupati e considerando se il profilo della produttività aggregata dopo il raggiungimento del punto di svolta dipende dalle riallocazioni del lavoro intervenute prima di tale punto. Emergono due conclusioni. In primo luogo, le precedenti riallocazioni del lavoro verso i settori con elevati aumenti della produttività contribuiscono in senso positivo alla produttività aggregata successiva (cfr. le linee continue rispetto a quelle tratteggiate nel grafico III.B.2). In secondo luogo, l'effetto è molto maggiore dopo una crisi finanziaria (cfr. la linea rossa continua rispetto alla linea rossa tratteggiate nel grafico III.B.2). In questo caso le distorsioni allocative precedenti esercitano un'azione di freno significativa e durevole sulla crescita della produttività aggregata (pari cumulativamente a 10 punti percentuali dopo cinque anni). Nel caso degli Stati Uniti, ad esempio, le stime indicano che le riallocazioni del lavoro nel periodo 2004-07, interagendo con la crisi finanziaria successiva, hanno tagliato la crescita della produttività di 0,45 punti percentuali l'anno tra il 2008 e il 2013. I boom finanziari possono quindi determinare un ristagno della produttività come conseguenza dell'interazione fra le distorsioni nell'allocazione delle risorse e le crisi finanziarie che innescano.

① Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*, mimeo, 2015.

## IV. Ancora un anno di politica monetaria accomodante

La politica monetaria ha continuato a essere eccezionalmente accomodante durante l'anno trascorso. Molte autorità hanno optato per un allentamento o un rinvio dell'inasprimento. I bilanci delle banche centrali sono rimasti a livelli senza precedenti, espandendosi ulteriormente in diversi paesi dove ai tassi ufficiali estremamente bassi sono stati affiancati acquisti su larga scala di attività finanziarie nazionali ed estere.

Le politiche monetarie delle principali economie avanzate hanno seguito andamenti divergenti con il rafforzamento dell'economia statunitense nei confronti di quelle dell'area dell'euro e del Giappone. Tuttavia, il calo marcato dei corsi petroliferi e di altre materie prime e la protratta debolezza delle dinamiche salariali hanno fatto salire il livello di attenzione sulla persistenza dell'inflazione al di sotto degli obiettivi e talora persino sui pericoli di deflazione.

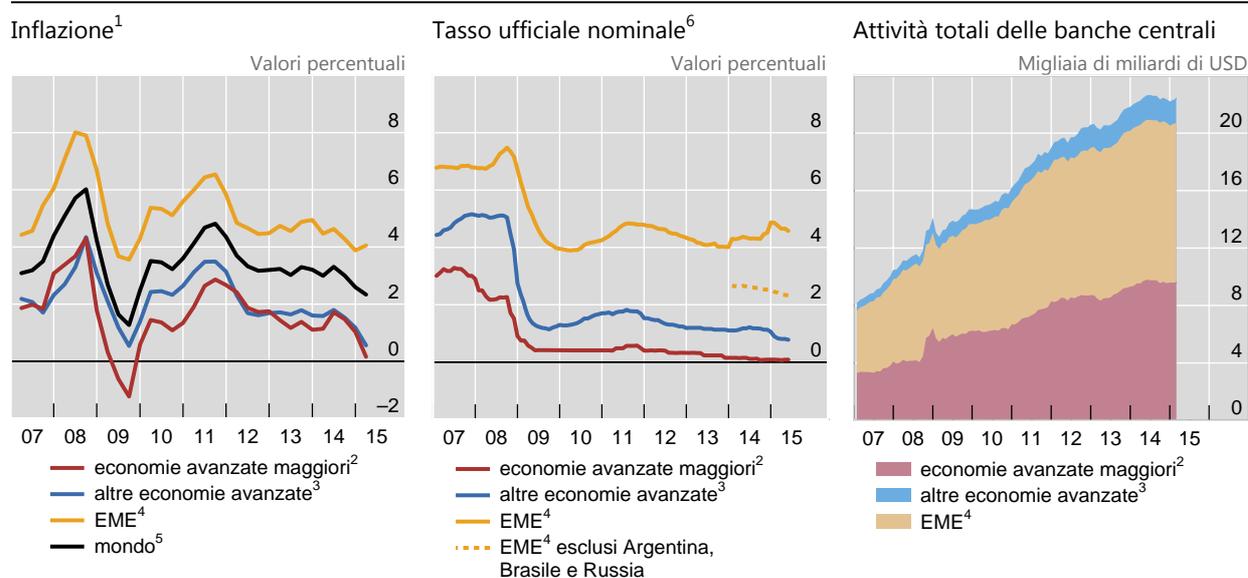
Le diverse fasi del ciclo economico nelle principali economie avanzate e le connesse variazioni dei tassi di cambio hanno reso più complesse le scelte di politica monetaria sia nelle altre economie avanzate sia nelle economie emergenti. Gli esiti per l'inflazione sono stati assai diversi: molte banche centrali si sono trovate alle prese con un'inflazione bassa, altre hanno dovuto confrontarsi con il problema opposto. Lo scostamento dell'inflazione dai livelli attesi e gli interrogativi sulle possibili cause di variazione dei prezzi hanno evidenziato le incertezze riguardo al processo inflativo. In alcune economie il marcato apprezzamento della valuta nazionale nei confronti dell'euro e dello yen ha rafforzato le crescenti pressioni disinflazionistiche. La riduzione dei tassi di riferimento, portati in alcuni casi in territorio negativo, ha ulteriormente accresciuto le vulnerabilità finanziarie. Il limite inferiore dei tassi ufficiali e le considerazioni di stabilità finanziaria hanno ridotto lo spazio a disposizione per nuovi allentamenti.

Questo ennesimo anno di eccezionale accomodamento monetario porta a chiedersi se gli attuali quadri di riferimento della politica monetaria siano adeguati allo scopo. I livelli di debito storicamente elevati e i segnali di squilibri finanziari sono sintomatici di una crescente tensione fra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria. Nell'attuale contesto di divergenza fra le politiche monetarie, non andrebbe sottovalutato il rischio di allentamenti competitivi (cfr. anche il Capitolo V).

Dopo una rassegna degli andamenti della politica monetaria nell'anno trascorso, questo capitolo propone una valutazione degli aspetti noti e ignoti del processo inflativo ed esamina fino a che punto sia possibile adeguare gli attuali quadri di riferimento della politica monetaria per tenere conto in maniera più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria.

### Andamenti recenti della politica monetaria

La politica monetaria è rimasta straordinariamente accomodante nella maggior parte delle economie nel periodo in rassegna. Il calo marcato dei corsi del petrolio, unitamente a quello più contenuto dei prezzi di altre materie prime, ha spinto verso



<sup>1</sup> Inflazione dei prezzi al consumo. Aggregati basati su PIL e PPA mobili; sull'anno precedente. <sup>2</sup> Area dell'euro, Giappone e Stati Uniti. <sup>3</sup> Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>5</sup> Paesi elencati nelle note 2, 3 e 4. <sup>6</sup> Tasso ufficiale o alternativa più prossima; medie semplici.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

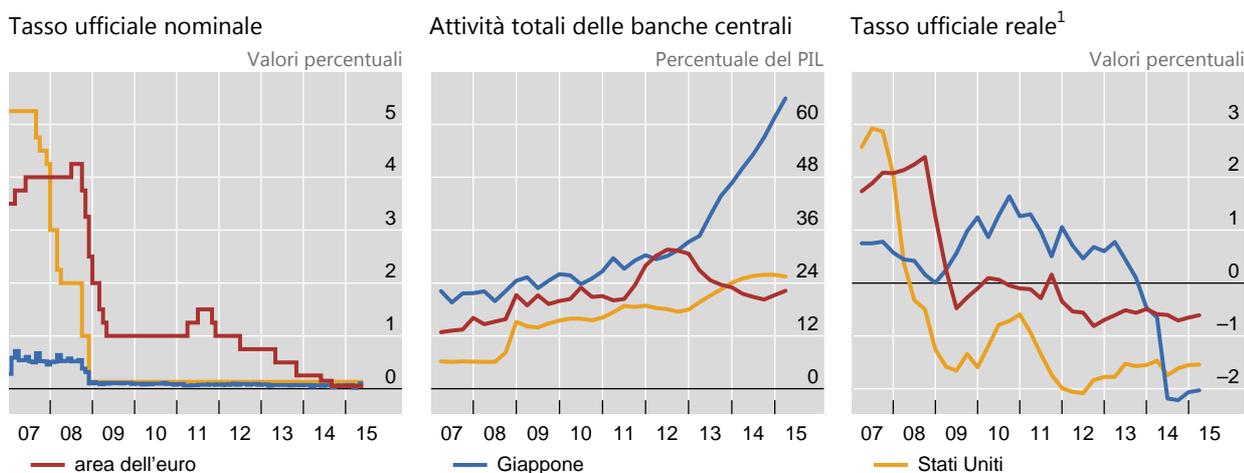
il basso l'inflazione (grafico IV.1, diagramma di sinistra). L'inflazione più contenuta e il rallentamento dell'attività economica hanno indotto la maggior parte delle banche centrali a tagliare i tassi ufficiali (grafico IV.1, diagramma centrale). Nel complesso, i bilanci delle banche centrali hanno continuato a espandersi in termini di moneta nazionale e si sono approssimati ai massimi storici anche in termini di dollari USA, nonostante l'apprezzamento di tale valuta (grafico IV.1, diagramma di destra). Un ridotto numero di economie emergenti ha innalzato i tassi, in alcuni casi con l'intento di contrastare le vigorose pressioni al deprezzamento delle rispettive valute.

La divergenza delle traiettorie della politica monetaria nelle principali economie avanzate è stata un tratto distintivo dell'anno trascorso. La Federal Reserve ha mantenuto i tassi di riferimento invariati allo 0-0,25% (grafico IV.2, diagramma di sinistra) e in ottobre ha messo fine al programma biennale di acquisto di attività finanziarie (grafico IV.2, diagramma centrale). La decisione di terminare il programma dopo aver acquistato circa \$1 600 miliardi di titoli del Tesoro e di asset-backed securities (ABS) rifletteva il miglioramento delle prospettive per il mercato del lavoro e per l'economia più in generale. La Federal Reserve ha altresì indicato che avrebbe probabilmente iniziato a innalzare il tasso ufficiale prima della fine del 2015.

Per contro, la BCE ha ulteriormente rilassato la politica monetaria per contenere i timori sui rischi di una prolungata bassa inflazione, incluso quello di una deriva verso il basso delle aspettative inflazionistiche a più lungo termine. Nel settembre 2014 la BCE ha nuovamente abbassato (al -0,2%) il tasso sui depositi presso la banca centrale, già negativo. Agli inizi del 2015 ha altresì lanciato un programma di acquisto su vasta scala di attività finanziarie. Il programma, finalizzato all'acquisto di

## Nelle maggiori economie avanzate i tassi ufficiali sono bassi e le attività delle banche centrali elevate

Grafico IV.2



<sup>1</sup> Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

titoli del settore pubblico e privato per una media mensile di €60 miliardi, dovrebbe durare secondo le intenzioni almeno sino a fine settembre 2016, e in ogni caso fino a quando l'inflazione non risulti in linea con l'obiettivo della BCE di una variazione dei prezzi inferiore ma prossima al 2% nel medio termine.

Anche la Bank of Japan ha esteso significativamente il programma di acquisto di attività finanziarie, essendosi complicata la prospettiva di un raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2%. In particolare, ha innalzato di ¥10 000-20 000 miliardi l'obiettivo annuo di espansione della base monetaria nell'ambito del programma di allentamento quantitativo e qualitativo, portandolo a ¥80 000 miliardi. Ha inoltre diretto gli acquisti su scadenze più lunghe al fine di comprimere i rendimenti obbligazionari. Di conseguenza, il suo bilancio è cresciuto a circa il 65% del PIL agli inizi del 2015, dal 35% all'avvio del programma nell'aprile 2013.

L'entità straordinaria dell'accomodamento monetario nelle principali economie avanzate è evidenziato dai valori bassissimi dei tassi di interesse corretti per l'inflazione sugli orizzonti sia di breve sia di lungo periodo. I tassi ufficiali reali calcolati utilizzando l'inflazione di fondo (inflazione al consumo complessiva al netto dei prezzi di alimentari ed energia) sono rimasti ben al di sotto dello zero (grafico IV.2, diagramma di destra). Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono risultati inferiori all'inflazione in molte economie. Le curve a termine dei tassi ufficiali indicavano che, nelle attese dei mercati, tale situazione estremamente insolita sarebbe proseguita ancora per qualche tempo.

Le altre banche centrali hanno dovuto tener conto nell'assunzione delle proprie decisioni di politica monetaria delle politiche monetarie molto accomodanti, ancorché sempre più divergenti, delle principali economie avanzate. La crescente divergenza evocava lo spettro di brusche variazioni dei tassi di cambio. Al contempo, il calo dei prezzi delle materie prime abbassava le pressioni inflative a livello mondiale. In questo scenario la maggior parte delle banche centrali ha rilassato il proprio orientamento (grafico IV.3, diagramma di sinistra). Di conseguenza, i tassi ufficiali hanno continuato a collocarsi ben al di sotto dei valori

storici, risultando persino negativi in diverse economie (grafico IV.3, diagramma di destra).

Le ragioni alla base delle decisioni di politica monetaria sono state diverse. Molte banche centrali hanno proceduto a un accomodamento aggressivo a fronte dei timori di bassa inflazione o di deflazione, nonché degli andamenti dei tassi di cambio. In particolare, le banche centrali di Danimarca, Svezia e Svizzera hanno abbassato i tassi di riferimento ben al disotto dello zero. Il tasso negativo in Danimarca ha contribuito ad attenuare le pressioni sull'ancoraggio della corona danese all'euro. La Banca nazionale svizzera ha abbandonato il tasso di cambio minimo nei confronti dell'euro quando il suo bilancio si è approssimato al 90% del PIL nazionale; il tasso ufficiale negativo è stato utile a contenere l'effetto delle pressioni al rialzo sulla valuta.

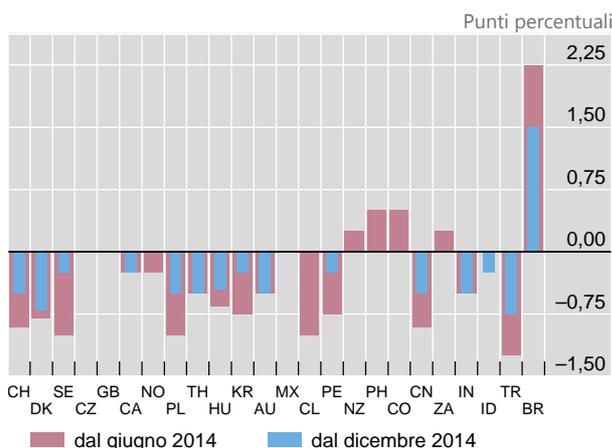
Con tassi ufficiali e di inflazione prossimi allo zero, la banca centrale della Repubblica Ceca ha ribadito l'impegno a un orientamento accomodante e al mantenimento del limite inferiore del tasso di cambio fino alla seconda metà del 2016. La comparsa della deflazione ha indotto le banche centrali di Polonia e Ungheria a un allentamento della politica monetaria, pur in presenza di una forte crescita dell'attività economica in termini reali. La Bank of Thailand ha ridotto i tassi ufficiali quando l'inflazione è divenuta negativa e la Bank of Korea ha portato i tassi di riferimento ai minimi storici quando la crescita dei prezzi è scesa in prossimità dello zero.

Anche in diverse economie esportatrici di materie prime i tassi ufficiali sono stati ridotti. Le banche centrali di Australia, Canada e Norvegia hanno optato per un allentamento allorché l'inflazione è diminuita parallelamente ai prezzi delle materie prime, sebbene le dinamiche di fondo dei prezzi rimanessero prossime all'obiettivo. Esse hanno dovuto fare i conti anche con la prospettiva di un indebolimento

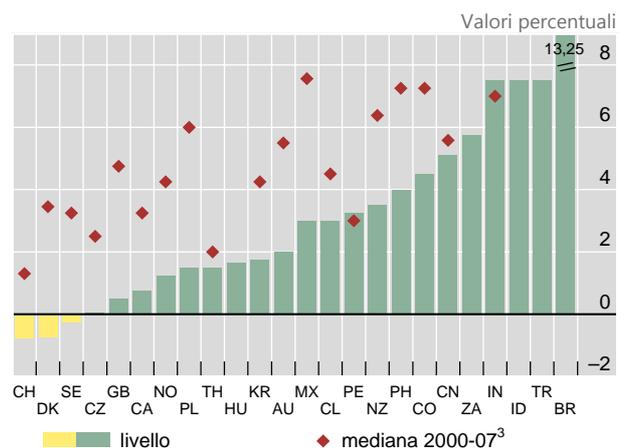
### La maggior parte dei tassi ufficiali sono stati ridotti da livelli già bassi<sup>1</sup>

Grafico IV.3

Variazione del tasso ufficiale<sup>2</sup>



La maggior parte dei tassi ufficiali sono assai inferiori ai valori storici



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; DK = Danimarca; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Tasso ufficiale nominale o alternativa più prossima a fine maggio 2015. <sup>2</sup> Variazione nel tasso ufficiale dalla data indicata a fine maggio 2015. <sup>3</sup> Valori mediani non riportati: per Brasile e Turchia, 17,5; per Sudafrica e Ungheria, 9,5; per l'Indonesia, 11,4.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dell'attività economica dovuto agli effetti avversi sui settori produttori di materie prime, controbilanciati solo in parte dal deprezzamento valutario. A metà 2014 le banche centrali di Nuova Zelanda e Sudafrica hanno messo in atto un inasprimento in risposta alle prospettive di aumento dell'inflazione; successivamente hanno lasciato invariati i tassi sia per il venir meno delle pressioni sui prezzi sia, in Nuova Zelanda, per le preoccupazioni sulle conseguenze del rafforzamento del tasso di cambio.

Le economie esportatrici di materie prime dell'America latina, invece, hanno dovuto fronteggiare pressioni inflazionistiche (grafico IV.4, diagramma di sinistra). In gran parte della regione l'inflazione nel 2014 è risultata superiore agli obiettivi e secondo le previsioni era destinata a rimanere elevata. Ciò nonostante le banche centrali di Cile e Perù hanno abbassato i tassi nella seconda metà del 2014, ravvisando nella caduta dei prezzi dei metalli e del petrolio un segnale anticipatore di un'attenuazione delle pressioni sui prezzi e di un rallentamento della crescita. In Messico, dove l'inflazione si collocava al centro della fascia obiettivo, i tassi sono rimasti invariati. La banca centrale della Colombia ha aumentato i tassi per contrastare l'elevata inflazione. In Brasile l'accelerazione dell'indice dei prezzi e i timori per la stabilità dei flussi di capitali hanno indotto la banca centrale ad adottare misure fortemente restrittive, nonostante la debolezza del prodotto.

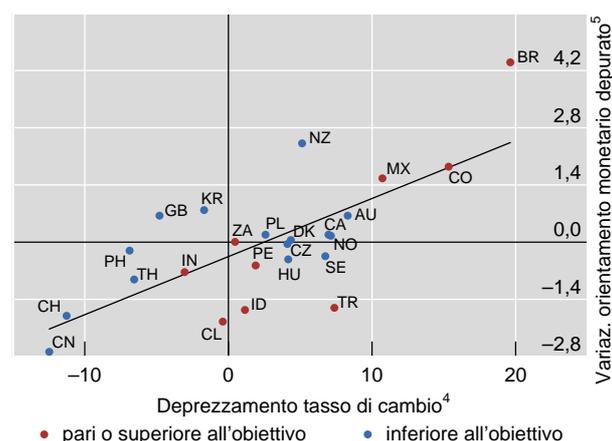
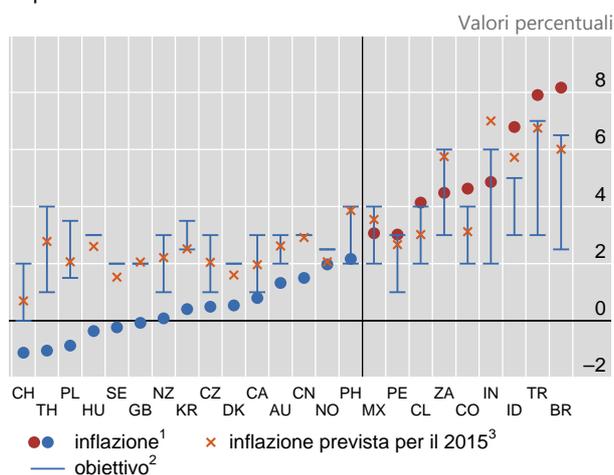
In Cina e in India le banche centrali hanno allentato la politica monetaria, ma i tassi sono rimasti in linea con le regolarità storiche. La banca centrale della Cina ha tagliato i tassi di interesse e abbassato i coefficienti di riserva obbligatoria per contrastare il rallentamento dell'attività economica. La crescita degli aggregati

## L'orientamento delle politiche monetarie è influenzato dall'andamento dell'inflazione e dei tassi di cambio

Grafico IV.4

Per molti l'inflazione è inferiore all'obiettivo, per altri superiore

I tassi di cambio e le modifiche di politica monetaria sono correlati



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; DK = Danimarca; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Inflazione dei prezzi al consumo all'aprile 2015; sull'anno precedente. <sup>2</sup> All'aprile 2015; per la Danimarca, obiettivo di inflazione della BCE. <sup>3</sup> Previsioni per il 2015 formulate nel giugno 2014 da Consensus Economics. <sup>4</sup> Variazioni del tasso di cambio effettivo nominale dal giugno 2014 al maggio 2015. Un valore positivo (negativo) indica un deprezzamento (apprezzamento); in percentuale. <sup>5</sup> Variazioni del tasso di interesse ufficiale nominale fra il giugno 2014 e il maggio 2015 non spiegate da variazioni nella crescita del prodotto e nell'inflazione depurata degli effetti di trasmissione del tasso di cambio; in punti percentuali.

Fonti: Consensus Economics; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

monetari e creditizi si era lievemente ridotta, in parte per effetto della più rigida regolamentazione del sistema bancario ombra. La distensione monetaria in India è intervenuta sullo sfondo di una decelerazione dell'inflazione da valori prossimi alle due cifre, di una forte crescita economica e di un miglioramento dei conti pubblici. Le autorità indiane hanno inoltre annunciato un accordo su un nuovo quadro di riferimento per la politica monetaria, che prevede un valore obiettivo del 4% per l'inflazione dei prezzi al consumo a partire dagli inizi del 2016.

Nel complesso l'evoluzione delle politiche monetarie all'esterno delle maggiori economie avanzate sembra riconducibile principalmente agli andamenti dell'inflazione e dei tassi di cambio (grafico IV.4, diagramma di destra). Le economie dove l'inflazione è andata ben oltre i valori obiettivo hanno sperimentato pressioni svalutative sul cambio più forti, e adottato un orientamento monetario più restrittivo, di quanto giustificato dai soli andamenti nazionali di prezzi e prodotto. L'opposto si è verificato nelle economie interessate da pressioni al rialzo sul cambio.

Infine, i segnali di squilibri finanziari (Capitolo III) stanno alimentando timori per la stabilità finanziaria in molte di queste economie. Dall'insorgere della Grande Crisi Finanziaria la riduzione dell'indebitamento ha fatto progressi in alcune di esse, ma in altre i prezzi delle abitazioni e il debito rimangono elevati, e spesso sono ulteriormente cresciuti. Gli andamenti del credito e dei prezzi delle attività dopo la crisi hanno ricevuto ampio spazio nella comunicazione delle banche centrali: molte di esse hanno sottolineato il rischio che il basso livello dei tassi ufficiali potesse contribuire alla formazione di squilibri finanziari. Nell'insieme, tuttavia, la principale motivazione addotta per le decisioni di politica monetaria sono stati i fattori macroeconomici congiunturali, mentre gli sviluppi finanziari hanno avuto un ruolo molto meno preminente.

## Cosa determina l'inflazione?

In molte economie l'inflazione è ulteriormente scesa lo scorso anno da livelli già bassi. Le recenti variazioni dell'inflazione complessiva riflettono in gran parte oscillazioni transitorie dei prezzi del petrolio e dei beni alimentari, nonché dei tassi di cambio, ossia fattori spesso considerati come determinanti di breve termine (o immediate) dell'inflazione. L'inflazione di fondo, che non include i prezzi di alimentari ed energia, si colloca da qualche tempo su livelli relativamente bassi, il che solleva importanti interrogativi sugli effetti delle altre determinanti dell'inflazione, ovvero quelle di medio termine (o cicliche) e di lungo termine (o secolari). Nonostante decenni di ricerca e di esperienza, gli effetti sull'inflazione delle determinanti cicliche e secolari restano molto meno chiari di quelli delle determinanti immediate.

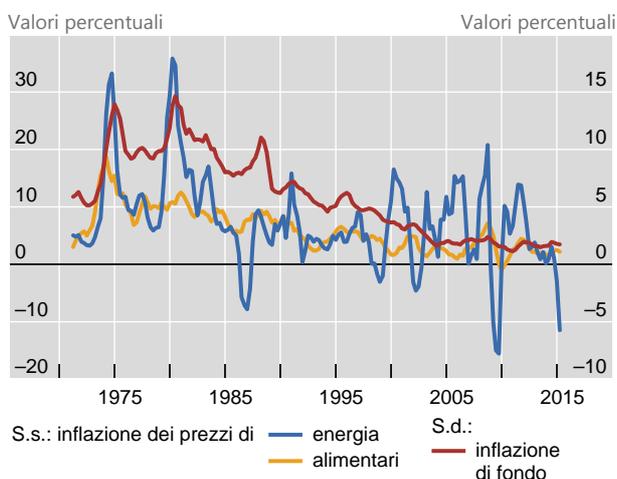
### Determinanti immediate

In genere esiste una buona comprensione dell'effetto di breve termine che i prezzi delle materie prime e i tassi di cambio esercitano sull'inflazione. Alla componente energetica è attribuito un peso rilevante nell'indice dei prezzi al consumo (IPC) di numerosi paesi, pertanto le variazioni dei prezzi dell'energia producono un effetto significativo e immediato sull'inflazione complessiva. Tali prezzi possono variare notevolmente nell'arco di periodi anche brevi, come accaduto lo scorso anno. I prezzi degli alimentari sono generalmente meno volatili, ma possono comunque

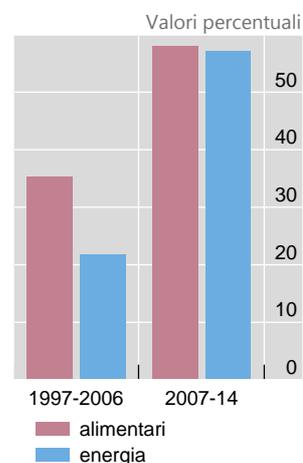
## Cambia la trasmissione dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio all'inflazione

Grafico IV.5

L'inflazione di fondo ha reagito meno ai prezzi delle materie prime<sup>1</sup>



La correlazione fra prezzi delle materie prime e inflazione è aumentata<sup>2</sup>



La correlazione fra tassi di cambio e inflazione è diminuita<sup>3</sup>



<sup>1</sup> L'inflazione di fondo corrisponde all'inflazione (complessiva) dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia; aggregati nazionali dell'OCSE. <sup>2</sup> Correlazione fra l'inflazione e il primo valore ritardato dell'inflazione dei prezzi delle materie prime espressi in valuta locale; in base alle variazioni sull'anno precedente. Medie semplici di: Arabia Saudita, area dell'euro, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea, Danimarca, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Perù, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria; dati trimestrali. <sup>3</sup> Correlazione fra l'inflazione complessiva e il secondo valore ritardato della variazione del tasso di cambio effettivo nominale (definizione ampia BRI); variazioni sull'anno precedente. Medie semplici di tutte le economie elencate nella nota 2 eccetto, per l'inflazione di fondo, Arabia Saudita, Argentina, Cina, Hong Kong SAR, Malaysia, Russia e Sudafrica, esclusi a causa dell'incompletezza dei dati; dati trimestrali.

Fonti: OCSE, *Main Economic Indicators*; Bloomberg; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

avere un impatto significativo, soprattutto nelle economie emergenti dove gli alimentari rappresentano una quota più rilevante del paniere di beni e servizi inclusi nell'IPC.

L'intensità con la quale la variazione dei corsi delle materie prime si trasmette agli altri prezzi è andata diminuendo nel tempo. Negli anni settanta e ottanta, ad esempio, i rincari del petrolio inducevano un rialzo dei prezzi degli altri beni, tendendo a spingere verso l'alto l'inflazione di fondo e le aspettative di inflazione. Negli ultimi vent'anni circa, invece, questi cosiddetti effetti di "secondo impatto" sull'inflazione di fondo si sono notevolmente attenuati (grafico IV.5, diagramma di sinistra), sebbene sia aumentato l'effetto dei prezzi delle materie prime sull'inflazione complessiva.

Anche le variazioni dei tassi di cambio sono un'importante determinante immediata dell'inflazione complessiva e dell'inflazione di fondo. I beni di importazione, o quantomeno i beni soggetti a concorrenza internazionale, rappresentano una quota rilevante dei panieri degli IPC, e poiché il prezzo di molti di essi è stabilito nei mercati mondiali, le variazioni del tasso di cambio influenzano i costi interni.

Benché negli ultimi vent'anni circa la quota dei beni tradabile all'interno dell'IPC sia aumentata, la trasmissione delle variazioni del tasso di cambio all'inflazione complessiva e a quella di fondo si è ridotta (grafico IV.5, diagramma di destra). Vari sono i fattori che sembrano aver contribuito a tale calo. Uno è il migliore

ancoraggio delle aspettative di inflazione: con un'inflazione su livelli bassi e stabili, è meno probabile che imprese e famiglie si attendano che le banche centrali tollerino variazioni del tasso di cambio tali da produrre scostamenti duraturi dell'inflazione dall'obiettivo. Vi sono altresì indicazioni di altri fattori che avrebbero ridotto l'effetto di trasmissione dei tassi di cambio, come l'avvento di catene di approvvigionamento integrate che offrono alle società multinazionali maggiori possibilità di assorbire le variazioni dei cambi, un accesso più facile a strumenti di copertura più economici e una ricomposizione delle importazioni a favore di beni, come i manufatti, i cui prezzi evidenziano minori effetti di trasmissione.

## Determinanti cicliche

La relazione fra inflazione e ciclo economico, rilevata dalle misure di sottoutilizzo della capacità produttiva come il gap di disoccupazione, si basa su solide fondamenta teoriche. Tuttavia, la relazione empirica è generalmente molto più labile e si è evoluta di pari passo con i mutamenti dell'economia mondiale e del sistema finanziario. Ad esempio, l'andamento dell'inflazione nel periodo successivo alla crisi evidenzia il legame talora debole che lega l'inflazione e il sottoutilizzo della capacità produttiva. Nel 2010-11 l'inflazione si è mostrata più elevata del previsto, considerati la gravità della crisi e l'eccesso di capacità produttiva determinato dalla recessione. In seguito, pur in presenza di un rafforzamento del mercato del lavoro e di una graduale ripresa dell'economia mondiale, l'inflazione di fondo in molte economie avanzate ed emergenti è risultata in calo o al di sotto degli obiettivi delle banche centrali.

La debolezza del legame empirico fra inflazione e ciclo economico ha diverse spiegazioni. Primo, la capacità inutilizzata può essere soggetta a errori di misurazione poiché non è osservabile e deve essere stimata. Ad esempio, nel mercato del lavoro il tasso di disoccupazione è osservabile, ma le variazioni cicliche o strutturali della partecipazione alle forze di lavoro possono alterare la quantità effettiva non osservata di lavoro sottoutilizzato. Secondo, l'impiego di ipotesi e metodologie diverse nella stima del sottoutilizzo di capacità produttiva nel mercato del lavoro o nell'intera economia può dare luogo a risultati assai diversi. Terzo, molte misure di capacità inutilizzata sono soggette a errori in tempo reale e pertanto un'immagine corretta del livello di sottoutilizzo in un determinato momento può essere ottenuta solo molto più tardi.

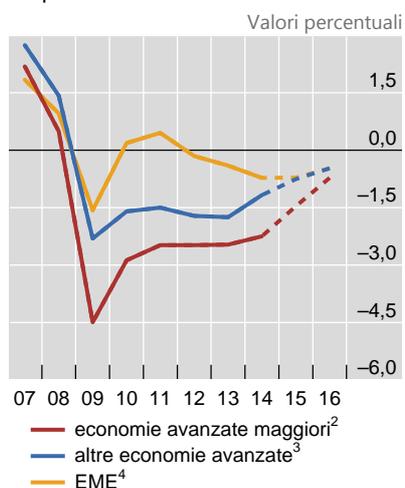
Allo stesso tempo crescenti evidenze – spesso sottostimate – indicano che rispetto al passato l'inflazione reagisce meno alle fluttuazioni del ciclo economico nazionale e più agli andamenti mondiali. Per esempio, l'output gap mondiale (grafico IV.6, diagramma di sinistra) sembra aver assunto maggiore rilevanza come determinante dell'inflazione. Di fatto, in base alle stime l'effetto della capacità inutilizzata a livello mondiale appare oggi maggiore di quello della capacità inutilizzata a livello nazionale (cfr. l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale*)<sup>1</sup>. Analogamente, dopo la crisi la quota dell'inflazione nei vari paesi spiegata da un singolo fattore comune è aumentata, uno sviluppo apparentemente non anticipato dalle previsioni del settore privato (grafico IV.6, diagramma centrale). In altri termini, sembrano aver assunto maggiore rilevanza le determinanti globali dell'inflazione, delle quali tuttavia non esiste una comprensione adeguata.

<sup>1</sup> Cfr. anche C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007.

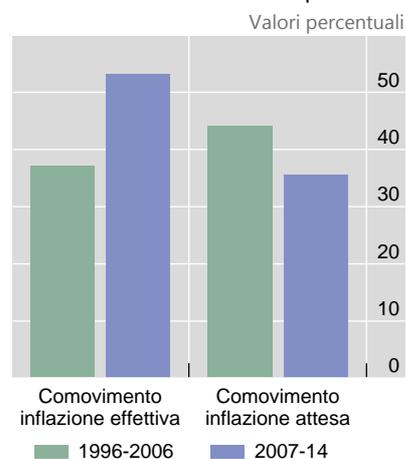
## Diminuisce l'importanza delle determinanti congiunturali interne dell'inflazione, aumenta quella delle determinanti internazionali

Grafico IV.6

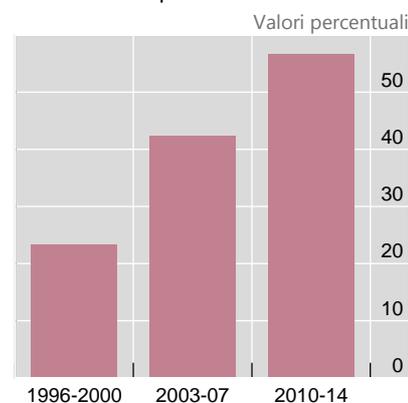
L'output gap mondiale è risultato ampio<sup>1</sup>



Il comovimento dell'inflazione è aumentato, ma non è stato previsto<sup>5</sup>



La correlazione della crescita dei salari nei vari paesi è aumentata<sup>6</sup>



<sup>1</sup> Aggregati basati su PIL e PPA mobili; la linea tratteggiata corrisponde alla previsione dell'FMI per il 2015 e il 2016; output gap in percentuale del prodotto potenziale. <sup>2</sup> Area dell'euro, Giappone e Stati Uniti. <sup>3</sup> Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>5</sup> Varianza dell'inflazione spiegata dalla prima componente principale; per le singole economie elencate nelle note 2, 3 e 4, più i seguenti paesi dell'area dell'euro: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. <sup>6</sup> Correlazione fra la crescita dei costi nominali del lavoro per unità di prodotto (sull'anno precedente) e la media dei paesi. Media semplice delle seguenti economie: area dell'euro, Australia, Canada, Corea, Danimarca, Giappone, Norvegia, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera e Ungheria.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

L'accresciuta reattività dell'inflazione alle condizioni economiche mondiali riflette diversi fattori, fra cui la maggiore integrazione dei mercati dei prodotti e dei fattori di produzione. Poiché tale maggiore integrazione è in grado di influenzare il potere di determinazione dei prezzi dei produttori nazionali e il potere contrattuale dei lavoratori, l'effetto delle condizioni mondiali sull'inflazione va ben oltre il loro impatto diretto attraverso i prezzi delle importazioni.

L'impatto delle tendenze comuni a livello mondiale è altresì visibile nel mercato del lavoro. La correlazione fra i costi del lavoro per unità di prodotto delle varie economie è divenuta maggiore anche al di fuori di periodi di recessione (grafico IV.6, diagramma di destra). Tale sviluppo concorda con le indicazioni di una minore sensibilità dell'inflazione alle variazioni della capacità inutilizzata a livello nazionale ovvero, in altri termini, con l'evidenza di un appiattimento delle curve di Phillips per la sola componente nazionale.

L'incertezza in merito al legame fra inflazione e capacità inutilizzata a livello nazionale implica maggiori rischi per la politica monetaria: le banche centrali potrebbero calibrare erroneamente le politiche qualora si affidassero eccessivamente alle correlazioni pregresse e sottostimassero il ruolo dei fattori internazionali.

## Determinanti secolari

Comprendere gli effetti delle determinanti secolari (o di lungo termine) delle dinamiche dei prezzi è fondamentale per valutare le tendenze dell'inflazione. Le principali determinanti secolari sono le aspettative di inflazione, le tendenze salariali, la globalizzazione e lo sviluppo tecnologico. In genere tali determinanti hanno esercitato un effetto al ribasso sulla dinamica dei prezzi, sebbene l'intensità del loro influsso sia oggetto di considerevole dibattito. Ciascuna di esse è stata influenzata da una serie di scelte di policy e da cambiamenti strutturali.

Le aspettative di inflazione si sono spinte verso il basso man mano che i regimi di politica monetaria si sono orientati sul controllo dell'inflazione. Di fatto le aspettative di inflazione a lungo termine sono oggi strettamente allineate con gli obiettivi espliciti delle banche centrali (grafico IV.7, diagramma di sinistra). Il conseguimento di aspettative di inflazione contenute e ben ancorate è stato considerato come un risultato fondamentale, in particolare perché tali aspettative influenzano nel più lungo periodo le decisioni di prezzo e la definizione dei contratti.

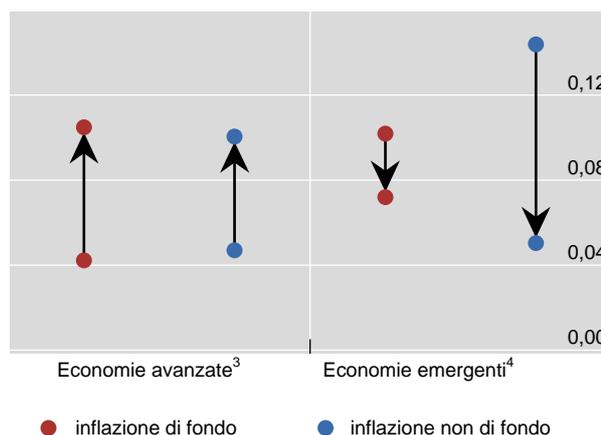
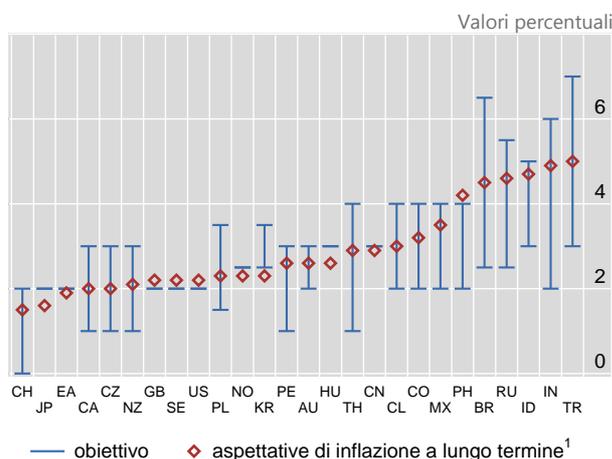
Nondimeno, la comprensione delle determinanti delle aspettative di inflazione è ancora incompleta e continua a evolversi. Attualmente, ad esempio, si teme che l'ancoraggio delle attese di inflazione sia divenuto meno saldo, soprattutto nelle economie dove i tassi ufficiali sono prossimi al limite inferiore, la crescita è lenta e i tassi di inflazione si collocano persistentemente al disotto dell'obiettivo. Nelle economie avanzate le aspettative di inflazione sembrerebbero essere oggi più

### Le aspettative di inflazione a lungo termine restano ben ancorate

Grafico IV.7

Le aspettative di inflazione sono ancora in linea con l'obiettivo...

... ma la loro sensibilità all'inflazione si sta modificando<sup>2</sup>



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; EA = area dell'euro; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; US = Stati Uniti.

<sup>1</sup> Previsione formulata nell'aprile 2015 da Consensus Economics per le aspettative di inflazione da sei a 10 anni. <sup>2</sup> Coefficienti stimati da una regressione delle aspettative di inflazione da sei a 10 anni sull'inflazione dei prezzi al consumo sull'anno precedente al netto di alimentari ed energia (inflazione di fondo) e sull'inflazione non di fondo. Le frecce indicano la variazione dei coefficienti dal periodo campione 2000-07 al periodo campione 2010-14; la variazione è statisticamente significativa (al livello dell'1% per l'inflazione di fondo nelle economie avanzate e (al livello del 5%) per l'inflazione non di fondo nelle economie emergenti <sup>3</sup> Area dell'euro, Australia, Canada, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, India, Indonesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica e Turchia.

Fonti: Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

sensibili all'inflazione a breve termine (grafico IV.7, diagramma di destra). Tale andamento concorderebbe con i risultati della ricerca, secondo i quali le aspettative di inflazione, seppur influenzate dagli obiettivi delle banche centrali, risentono in generale anche dell'inflazione passata. In ogni caso, storicamente questo elemento retrospettivo delle aspettative di inflazione a lungo termine tende a rispondere piuttosto lentamente alle variazioni dell'inflazione.

Anche la misurazione delle aspettative di inflazione è soggetta a elevata incertezza. È tuttora una questione aperta se le misure basate sui mercati finanziari riflettano accuratamente le variazioni dell'inflazione attesa, oppure siano distorte da fattori spuri specifici ai mercati (Capitolo II). Inoltre, è probabile che l'inflazione attesa dalle imprese e dai lavoratori sia più rilevante ai fini della determinazione dei prezzi rispetto a quella dei previsori professionisti. Purtroppo le misure relative a imprese e lavoratori non sono sempre disponibili e, quando lo sono, presentano una qualità spesso discutibile e una volatilità significativa.

Negli ultimi decenni sono inoltre mutate le tendenze salariali. L'indicizzazione dei salari all'inflazione, ad esempio, è molto meno diffusa rispetto agli anni settanta, e ciò spiega in parte la minore persistenza dell'inflazione. Le dinamiche salariali sono inoltre cambiate a seguito dell'accresciuta concorrenza nei mercati del lavoro delle economie avanzate. La concorrenza è inizialmente aumentata con la maggiore integrazione nel sistema dell'interscambio mondiale delle economie emergenti a basso costo (incluse quelle prima controllate dallo Stato). Essa si è poi diffusa e intensificata man mano che si è rafforzata l'integrazione mondiale e si è ampliata la gamma di beni e servizi scambiabili a livello internazionale, in parte grazie alle nuove tecnologie (ad esempio mediante l'esternalizzazione). Ciò spiega in parte perché, in diverse economie avanzate, la quota del reddito nazionale imputabile al lavoro si sia costantemente ridotta negli ultimi 25 anni. Più in generale, hanno avuto un ruolo analogo i progressi tecnologici che hanno permesso la sostituzione diretta del lavoro con il capitale. Si pensi ad esempio ai computer, al software e alla robotica, che hanno reso possibile l'automatizzazione di processi manuali.

La comparsa di concorrenti a più basso costo ha notevolmente accresciuto la contendibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti. Di conseguenza, si sono ridotti il potere di determinazione del prezzo dei produttori a costi più elevati e il potere contrattuale della forza lavoro – due fattori disinflazionistici i cui effetti vanno ben oltre quelli impliciti nell'aumento del commercio e dell'integrazione mondiali. Pertanto, la globalizzazione e l'innovazione tecnologica hanno insieme contribuito ad alimentare pressioni disinflazionistiche persistenti, ma di difficile misurazione.

In sintesi, le diverse determinanti dell'inflazione hanno plasmato il processo inflativo secondo modalità talvolta difficili da comprendere compiutamente. L'accresciuta incertezza ha naturalmente influito sulle previsioni di inflazione<sup>2</sup>. Sebbene vi sia un'adeguata comprensione del peso delle determinanti immediate dell'inflazione, queste ultime possono variare in maniera imprevedibile. Quanto ai fattori ciclici e secolari, sussiste notevole incertezza in merito al loro impatto, e ciò nonostante che la rilevanza dei fattori internazionali stia aumentando rispetto a quella dei fattori nazionali. Questi elementi di incertezza complicano inevitabilmente le decisioni di politica monetaria, soprattutto all'interno di quadri di riferimento

<sup>2</sup> Molte banche centrali inseriscono le proprie previsioni di inflazione all'interno di intervalli, spesso determinati in base agli errori previsivi pregressi. Tali intervalli in generale implicano una probabilità del 75% che l'inflazione si collocherà all'interno di un intervallo di 2 punti percentuali sull'orizzonte di un anno. Per orizzonti più lunghi l'incertezza tende a essere anche maggiore.

rigidamente improntati al conseguimento di obiettivi di inflazione su orizzonti temporali brevi.

## Integrare le considerazioni di stabilità finanziaria nei quadri di riferimento della politica monetaria

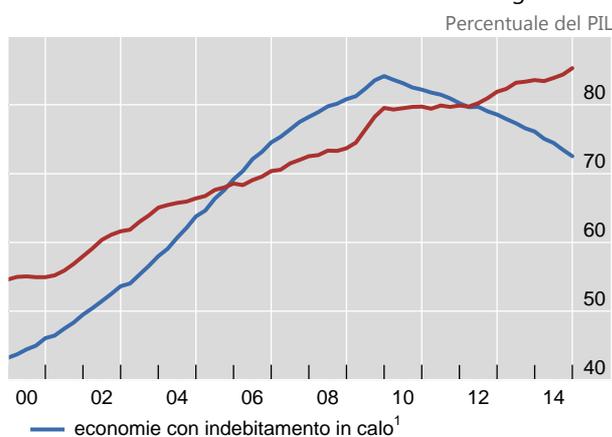
Il perdurare di politiche monetarie eccezionalmente accomodanti a circa otto anni dall'insorgere della crisi finanziaria mette in discussione la loro efficacia e, in ultima analisi, l'adeguatezza degli attuali quadri di riferimento della politica monetaria. La stabilità dei prezzi rimane naturalmente la chiave di volta della politica monetaria, ma la natura dei rischi per la stabilità dei prezzi si è progressivamente modificata. I timori di inflazione elevata sono stati soppiantati di recente da quelli di bassa inflazione, se non addirittura di deflazione, anche a fronte di livelli alti e crescenti di debito e dell'esuberanza dei prezzi delle attività. In queste circostanze, è fondamentale risolvere la tensione fra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria per evitare che si ripetano i problemi manifestatisi prima della crisi. In altri termini, la questione è se le banche centrali possano preservare la stabilità dei prezzi e al tempo stesso tener conto in maniera più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria.

La crisi finanziaria ha insegnato che ignorare il ciclo finanziario può essere assai oneroso. Nel periodo precedente la crisi il credito e i prezzi delle attività si sono impennati nonostante l'inflazione rimanesse bassa e stabile. Da allora, andamenti analoghi si sono ripresentati in alcune economie (grafico IV.8 e Capitolo III). L'esperienza pre-crisi dimostra che possono accumularsi elementi di vulnerabilità finanziaria anche quando l'inflazione è quiescente. Una bassa inflazione può dare un falso segnale di stabilità economica complessiva.

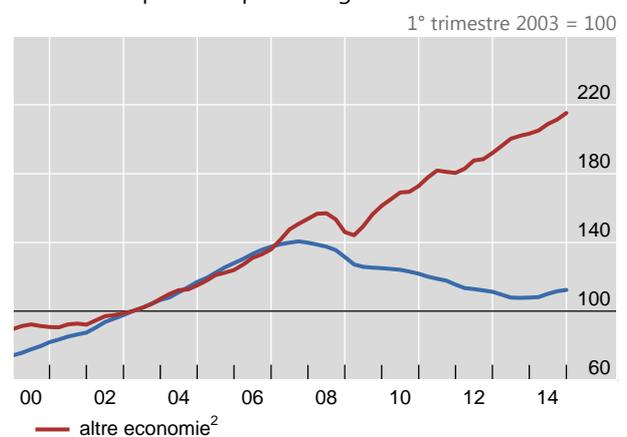
### Il debito delle famiglie e i prezzi delle abitazioni continuano a evidenziare tendenze preoccupanti

Grafico IV.8

Nelle economie dove cresce il debito delle famiglie...



... si sono impennati i prezzi degli immobili residenziali



<sup>1</sup> Media semplice delle economie dove si è osservata una riduzione significativa del credito alle famiglie dalla Grande Crisi Finanziaria: Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti. <sup>2</sup> Media semplice delle economie dove non si è osservata una riduzione significativa del credito alle famiglie dalla Grande Crisi Finanziaria: Australia, Canada, Corea, Hong Kong SAR, Norvegia, Nuova Zelanda, Singapore e Svezia.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Malgrado l'esperienza recente, il ruolo delle considerazioni di stabilità finanziaria all'interno della politica monetaria è tuttora oggetto di forte disaccordo. Un'opinione comune è che la prima linea di difesa nei confronti degli squilibri finanziari dovrebbero essere le politiche macroprudenziali, mentre la politica monetaria servirebbe solo da supporto, rispondendo ai timori per la stabilità finanziaria soltanto una volta esaurito il potenziale di azione delle politiche macroprudenziali.

Tale opinione si poggia su una sorta di principio di separazione. Per contrastare i cicli più lenti di boom e bust finanziari andrebbero impiegati soltanto strumenti macroprudenziali (ad esempio rapporti fra valore dei prestiti e delle garanzie, riserve patrimoniali anticicliche, ecc.); la politica monetaria, invece, si concentrerebbe sul suo tradizionale ruolo anticiclico di controllo dell'inflazione e delle oscillazioni del ciclo economico.

Il principio di separazione è intuitivamente efficace e ha il merito di semplificare l'assegnazione dei compiti di policy; tuttavia diventa meno convincente se si considera il modo in cui la politica macroprudenziale e la politica monetaria influenzano congiuntamente l'attività finanziaria. Il riquadro IV.A evidenzia la stretta interrelazione fra la politica macroprudenziale e quella monetaria, nonché l'analogia dei loro meccanismi di trasmissione. Vero è che il raggio di azione di queste politiche è assai diverso, ma fondamentalmente entrambe influenzano i costi di finanziamento e l'assunzione di rischio che, a loro volta, condizionano il credito, i prezzi delle attività e la macroeconomia.

Inoltre, sebbene i giudizi al riguardo differiscano, l'esperienza maturata complessivamente con gli strumenti macroprudenziali non depone a favore del principio di separazione. Non vi è conferma che strumenti macroprudenziali mirati possano essere altrettanto efficaci dei tassi ufficiali nel prevenire un'eccessiva assunzione di rischio in ogni parte del sistema finanziario. Il tasso ufficiale è la determinante fondamentale del prezzo universale della leva finanziaria in una data valuta; esso influenza ogni forma di finanziamento nell'economia e non è soggetto ad arbitraggio regolamentare. In tal senso, il tasso di interesse ufficiale è un'arma meno appuntita, ma con effetti più pervasivi. Alla luce di ciò, affidarsi esclusivamente agli strumenti macroprudenziali per addomesticare i boom e i bust finanziari è rischioso, a maggior ragione se gli strumenti monetari e macroprudenziali spingono in direzioni opposte. L'esperienza suggerisce che le due tipologie di strumenti sono più efficaci se utilizzate in maniera complementare, facendo leva sui rispettivi punti di forza.

Una recente analisi empirica dimostra la potenziale utilità della politica monetaria a tale riguardo (riquadro IV.B). I tassi ufficiali sembrano avere un effetto significativo sul credito e sui prezzi delle attività, in particolare quelli degli immobili. Questo effetto, inoltre, sarebbe aumentato dalla metà degli anni ottanta, a seguito della liberalizzazione finanziaria. Non a caso l'ampiezza e la durata dei cicli finanziari sono sensibilmente cresciute da allora (cfr. l'*84<sup>a</sup> Relazione annuale*). Lo stesso studio evidenzia inoltre che, tenendo esplicitamente conto dell'effetto sul credito e sui prezzi degli immobili, la politica monetaria ha avuto un effetto più contenuto sul prodotto. Nell'insieme, questi risultati suggeriscono che una politica monetaria focalizzata sul controllo dell'inflazione a breve termine e del prodotto potrebbe conseguire tali obiettivi al costo di fluttuazioni del credito e dei prezzi delle attività maggiori che in passato.

Uno degli argomenti comunemente addotti contro l'impiego della politica monetaria per far fronte ai timori di stabilità finanziaria è la mancanza di validi

indicatori per misurare il ciclo finanziario e, più in generale, i rischi per la stabilità finanziaria. Il problema è di assoluto rilievo, sebbene negli ultimi decenni siano stati compiuti notevoli progressi nello sviluppo e nel miglioramento di indicatori atti a questo scopo. Un approccio pragmatico è stato quello di rilevare gli andamenti tendenziali del credito e dei prezzi delle attività. Più in generale, tuttavia, questa problematica non è specifica alla politica monetaria. Gli stessi quadri di riferimento per la politica macroprudenziale, all'interno dei quali le banche centrali hanno spesso un ruolo di primo piano, poggiano sul presupposto che sia effettivamente possibile soddisfare la necessità di disporre di indicatori adeguati.

Allo stesso tempo non vanno sottovalutate le difficoltà inerenti ai parametri più familiari utilizzati nel perseguimento della stabilità dei prezzi. La capacità inutilizzata e le aspettative di inflazione non sono direttamente osservabili. Esse devono essere stimate, e tali stime sono soggette a elevata incertezza e a distorsioni. Di fatto, evidenze recenti indicano che l'utilizzo di informazioni sul ciclo finanziario, come l'andamento del credito e dei prezzi degli immobili, può portare a stime migliori del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo di lungo periodo in tempo reale rispetto alle metodologie tradizionali, spesso basate sull'andamento dell'inflazione ( riquadro IV.C). Prima della crisi finanziaria, in effetti, le metodologie comunemente utilizzate nell'elaborazione delle politiche non sono state in grado di rilevare che il prodotto si collocava oltre il livello sostenibile. Stime che tengano conto del boom del credito e dei prezzi degli immobili possono contribuire a correggere questa distorsione.

Per analogia, misure che tengano conto dello stadio del ciclo finanziario potrebbero essere utili per calibrare la politica monetaria, procedendo inevitabilmente per tentativi. Come delineato nel Capitolo I, in generale la strategia comporterebbe un inasprimento più deciso e persistente della politica monetaria nelle fasi di boom finanziario, anche laddove l'inflazione a breve termine sia bassa o in calo. A parità di altre condizioni, la stima di regole di Taylor non corrette per lo stadio del ciclo finanziario potrebbe fornire una sorta di soglia inferiore, calibrata tenendo conto dell'inflazione e non degli squilibri finanziari ( riquadro IV.C). Durante le fasi di bust finanziario la strategia consisterebbe invece nell'allentare la politica monetaria in modo meno aggressivo e persistente. Questa maggiore moderazione nell'allentamento rifletterebbe la minore efficacia di un'espansione monetaria nei casi in cui: a) il sistema finanziario è danneggiato; b) il settore privato è sovraindebitato; c) il prodotto potenziale è gravato dall'allocazione distorta delle risorse durante la fase di boom (Capitoli I e III, nonché 84<sup>a</sup> *Relazione annuale*). Tale approccio riconoscerebbe inoltre che un allentamento aggressivo e limitatamente efficace genera effetti indesiderati sul sistema finanziario e sull'economia, a livello sia interno sia internazionale (Capitoli III, V e VI). Le questioni di calibrazione assumerebbero un peso considerevole, ma – come nel caso del perseguimento della stabilità dei prezzi e soprattutto fino a quando non si sarà accumulata sufficiente esperienza – non esiste alternativa a una sperimentazione graduale.

Un aspetto più complesso riguarda la modalità ottimale di bilanciamento dei possibili trade-off fra stabilità finanziaria e stabilizzazione macroeconomica, ossia stabilità dei prezzi e stabilizzazione del prodotto nel breve periodo. In certa misura, questa problematica attiene all'orizzonte di policy considerato. Le vulnerabilità finanziarie impiegano molto tempo a formarsi e, come visto all'indomani della crisi finanziaria, un bust finanziario ha effetti debilitanti di lunga durata per la macroeconomia e forse anche per l'inflazione. Pertanto, estendere l'orizzonte oltre i due o tre anni convenzionali aiuterebbe a riconciliare gli obiettivi di stabilità finanziaria con gli obiettivi tradizionali. Dopotutto, l'instabilità finanziaria è temuta

proprio per i danni che procura all'economia reale. Data l'incertezza connaturata nelle previsioni a più lungo termine, l'estensione dell'orizzonte non andrebbe interpretata come un'estensione delle previsioni puntuali, ma piuttosto come uno strumento per analizzare più sistematicamente i rischi per le prospettive causati dai fattori finanziari, che si caratterizzano per tempi più lunghi.

Comunque sia, il problema di quale sia il periodo di tempo da considerarsi congruo rimane nel momento di tollerare scostamenti dell'inflazione dagli obiettivi. Il periodo successivo alla crisi dimostra che una disinflazione persistente, e persino la deflazione, possono andare di pari passo con boom preoccupanti dei prezzi delle attività e del credito. Tale combinazione, in verità, non è affatto senza precedenti ed era anzi piuttosto comune durante l'era del tallone aureo. Il caso più eclatante fu quello degli anni venti, prima della Grande Depressione negli Stati Uniti. Ma è stata molto meno usuale nel secondo dopoguerra, periodo più soggetto a inflazione, ed è riemersa soltanto quando l'inflazione è divenuta oggetto di maggiore controllo.

Due preoccupazioni fondate, una di carattere specifico e una più generale, hanno dissuaso le autorità monetarie dal tollerare scostamenti persistenti dell'inflazione dagli obiettivi numerici.

La prima, specifica, è il rischio di deflazione. Gran parte del recente dibattito di policy si basa sull'assunto che tutte le deflazioni siano perniciose e procurino ingenti danni economici. L'idea è che un calo dei prezzi aggregati ingenererà probabilmente una spirale deflazionistica, il prodotto si ridurrà e – specialmente se i tassi di interesse sono bloccati alla soglia zero – le attese di flessioni protratte dei prezzi faranno crescere i tassi di interesse corretti per l'inflazione, deprimendo ulteriormente la domanda e il prodotto aggregati.

Tuttavia, l'esperienza storica dei costi in termini di prodotto provocati dalla deflazione contrasta con questa convinzione diffusa. L'asserita relazione fra deflazione e debolezza dell'attività economica è di fatto piuttosto labile e deriva in ampia misura dall'esperienza eccezionale della Grande Depressione. In realtà, l'evidenza indica che il prodotto è più strettamente collegato ai prezzi delle attività, in particolare a quelli degli immobili. Tenendo conto dei prezzi delle attività, il legame fra prodotto e deflazione dei prezzi di beni e servizi diviene ancora più flebile. Una rassegna internazionale dal 1870 in avanti riscontra la presenza di tale legame soltanto negli anni fra le due guerre mondiali (grafico IV.9, terzo diagramma). Un'analisi più approfondita indica inoltre che l'interazione davvero dannosa non è quella fra deflazione e debito – la cosiddetta deflazione da debito – bensì quella fra debito e flessione dei prezzi degli immobili.

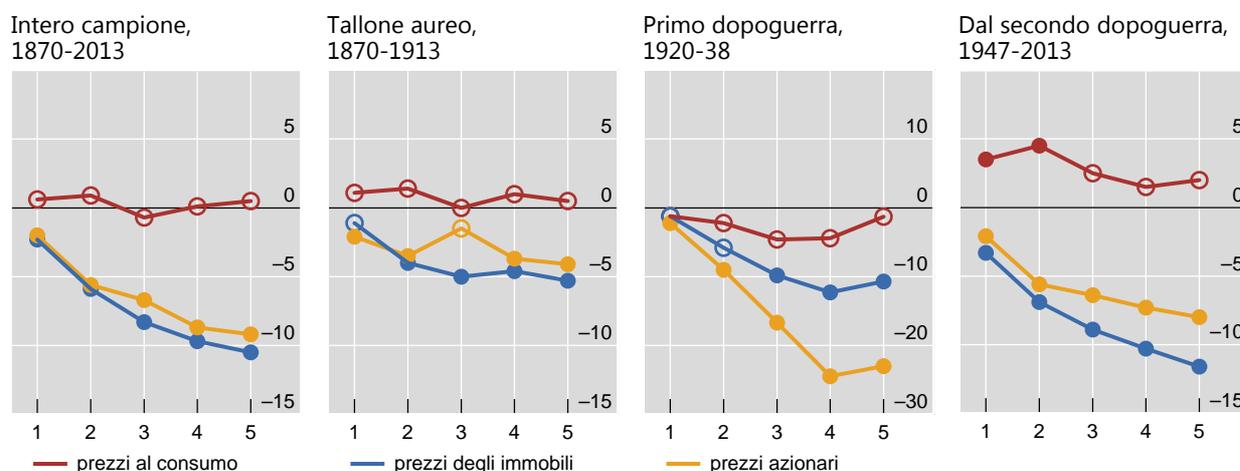
I precedenti storici suggeriscono altresì che i costi della deflazione dipendono dalle sue determinanti. La deflazione potrebbe effettivamente segnalare un calo marcato e persistente della domanda, nel qual caso coinciderebbe con la debolezza economica. Ma qualora sia determinata da miglioramenti dal lato dell'offerta – come globalizzazione, maggiore concorrenza o sviluppo tecnologico – il prodotto tenderà ad aumentare di pari passo con i redditi reali, innalzando gli standard di vita. Inoltre, laddove la deflazione sia il risultato di aggiustamenti una tantum dei prezzi, come ad esempio una flessione dei corsi delle materie prime, è altresì probabile che sia transitoria.

Quest'analisi indica che la risposta della banca centrale ai rischi di deflazione deve prendere in considerazione non solo le fonti da cui originano le pressioni sui prezzi, ma anche l'efficacia della politica monetaria. Paradossalmente, una risposta aggressiva volta a evitare una deflazione da offerta o transitoria può dimostrarsi

## I rallentamenti del prodotto coincidono più spesso con cali dei prezzi delle attività che non con deflazioni<sup>1</sup>

Variatione nella crescita del prodotto pro capite dopo un picco dei prezzi, in punti percentuali<sup>2</sup>

Grafico IV.9



<sup>1</sup> Variazione cumulata della crescita del prodotto pro capite in termini reali dopo il raggiungimento di un picco del rispettivo indice dei prezzi (prezzi al consumo, prezzi degli immobili e prezzi azionari); nell'arco dell'orizzonte indicato (in anni). <sup>2</sup> Il metodo di regressione isola l'impatto marginale del calo di ciascun tipo di prezzi sull'andamento del prodotto; un cerchio pieno indica un coefficiente statisticamente significativo (al livello del 10%); un cerchio vuoto indica un coefficiente non significativo.

Fonte: C. Borio, M. Erdem, A. Filardo e B. Hofmann, "I costi delle deflazioni: una prospettiva storica", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

controproducente nel più lungo periodo. Essa rischia di favorire boom finanziari che, al momento del bust, potrebbero causare seri danni all'economia o addirittura indurre un'indesiderata disinflazione in un momento successivo.

Il timore più generale legato allo scostamento dell'inflazione dall'obiettivo attiene alla perdita di credibilità e, in ultima analisi, al mandato stesso della banca centrale. Una deviazione persistente dell'inflazione dagli obiettivi numerici ha effettivamente il potenziale di minare la credibilità della banca centrale. Per questo motivo, il quadro di riferimento della politica monetaria dovrebbe esplicitamente contemplare un margine di tolleranza nei confronti di deviazioni di questo tipo, laddove ciò sia necessario per conseguire obiettivi di più lungo periodo.

Molto meno chiaro, tuttavia, è se la possibilità di un maggiore margine di tolleranza richieda un ripensamento del mandato, che spesso è sufficientemente generico e soggetto a interpretazioni mutevoli. In particolare, si potrebbe considerare che una stabilità duratura dei prezzi o, più in generale, la stabilità macroeconomica comprendano implicitamente al loro interno la stabilità finanziaria, considerate le enormi distorsioni economiche e perdite di prodotto associate alle crisi finanziarie. Qualora dovesse effettivamente rendersi necessaria una revisione dei mandati, essa dovrebbe essere condotta con estrema cautela, poiché potrebbe portare a pressioni politiche con esiti indesiderati.

Ciò indica che la priorità assoluta dovrebbe essere: a) utilizzare per quanto possibile lo spazio di manovra esistente, e b) costituire consenso per incorporare in maniera più sistematica le considerazioni di stabilità finanziaria, secondo quanto delineato in precedenza. Col tempo, si potrebbero valutare adeguamenti ulteriori e più profondi dei quadri di riferimento della politica monetaria.

Nel complesso, gli argomenti contro un'inclusione più sistematica delle considerazioni di stabilità finanziaria nella politica monetaria si basano su preoccupazioni valide, ma non sono del tutto convincenti. In particolare, essi tendono a sovrastimare le conoscenze del processo inflativo e a sottostimare quanto si è appreso sulla stabilità finanziaria. Potrebbero inoltre tendere a riporre una fiducia eccessiva nella capacità della politica monetaria di influenzare, e persino di regolare in maniera puntuale, l'inflazione, rispetto alla capacità di influenzare la stabilità finanziaria, e quindi macroeconomica, nel medio termine.

Se il criterio ultimo di una politica monetaria efficace è promuovere una crescita economica *sostenibile* e, così facendo, evitare gravi danni macroeconomici, allora sembra giustificato ribilanciare le priorità della politica monetaria verso una maggiore attenzione alla stabilità finanziaria. Questo ribilanciamento riavvicinerebbe altresì la politica monetaria alle sue origini e funzioni storiche<sup>3</sup>. Sarebbe un errore sottovalutare le difficoltà. Esse pongono domande complesse. Ma affidarsi esclusivamente agli strumenti macroprudenziali per contrastare l'instabilità finanziaria potrebbe non essere sufficientemente prudente.

<sup>3</sup> Cfr C. Borio, "Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?", *BIS Working Papers*, n. 440, gennaio 2014.

## Politica monetaria e politica macroprudenziale: complementari o succedanee?

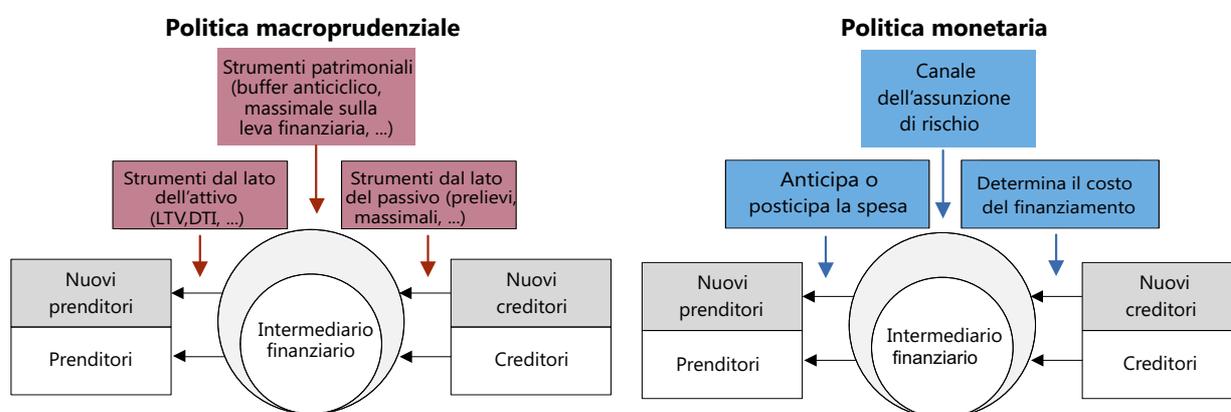
Le politiche macroprudenziali sono finalizzate a: 1) rafforzare la resilienza del sistema finanziario; 2) attenuare i boom finanziari e i conseguenti tracolli (bust). La domanda che si pone è quanto efficacemente le politiche macroprudenziali interagiscano con la politica monetaria nel perseguire questa seconda finalità<sup>①</sup>.

Sia la politica monetaria sia quella macroprudenziale influenzano il processo di intermediazione finanziaria, agendo sulle attività, sulle passività e sul grado di leva finanziaria degli intermediari (grafico IV.A). Ad esempio, entrambe possono indurre una riallocazione della spesa nel tempo influenzando il costo e la disponibilità del credito per i consumatori e per le imprese. Le politiche in questione, tuttavia, differiscono per raggio di azione ed effetti. La politica macroprudenziale è spesso mirata a settori, regioni od operazioni specifiche, ad esempio, mediante massimali sui rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (LTV) e regole sul rapporto fra servizio del debito e reddito. I tassi di interesse, invece, hanno un impatto più pervasivo sugli incentivi del settore privato e sul sistema finanziario.

Una questione rilevante ai fini delle politiche è se la politica monetaria e quella macroprudenziale debbano in genere agire nella stessa direzione (come complementari) o in direzioni opposte (come succedanee). Parte del recente dibattito sulle politiche macroprudenziali considera i due ordini di politiche come alternativi: mentre la politica monetaria viene mantenuta rilassata, si fa appello alla politica macroprudenziale per attenuare le conseguenti implicazioni di stabilità finanziaria, almeno per alcuni particolari settori o tipi di finanziamento. Quando queste due politiche esercitano trazione in direzioni opposte, tuttavia, gli agenti economici sono incentivati allo stesso tempo a indebitarsi di più e a indebitarsi di meno, a indicare la presenza di tensioni nella combinazione delle due politiche. Le prime ricerche teoriche condotte in materia suggeriscono che sia preferibile utilizzare la politica monetaria e quella macroprudenziale come complementari, piuttosto che succedanee, sebbene i risultati possano differire a seconda della natura degli sviluppi che si desidera contrastare.

### Gli strumenti macroprudenziali e la politica monetaria sono collegati

Grafico IV.A



LTV = rapporto fra valore del prestito e valore della garanzia (loan-to-value); DTI = rapporto fra debito e reddito (debt-to-income).

Fonte: H. S. Shin, "Macroprudential tools, their limits and their connection with monetary policy", intervento alla riunione di primavera dell'FMI sul tema "Rethinking macro policy III: progress or confusion?", Washington D.C., aprile 2015, [www.bis.org/speeches/sp150415.htm](http://www.bis.org/speeches/sp150415.htm).

L'esperienza indica che questi strumenti tendono effettivamente a essere utilizzati in maniera complementare. Uno studio recente sulle economie della regione Asia-Pacifico documenta che la politica monetaria e quella macroprudenziale sono state impiegate nella stessa direzione, come dimostrano le correlazioni positive riportate nella tabella IV.A. L'evidenza empirica indica inoltre che la combinazione di politiche macroprudenziali più restrittive e tassi di interesse più elevati si è dimostrata efficace nel ridurre la crescita del credito in termini reali. Da un punto di vista statistico, tuttavia, non è stato ancora stabilito se e quando le politiche macroprudenziali siano state mediamente più efficaci della politica monetaria.

Correlazione fra le variazioni delle politiche monetarie e prudenziali nelle economie dell'Asia-Pacifico<sup>1</sup>

Tabella IV.A

	Tasso ufficiale	Misure di politica monetaria diverse dalla manovra dei tassi	Misure prudenziali sul credito per l'acquisto di abitazioni	Misure prudenziali sugli afflussi bancari e sulle esposizioni valutarie
Tasso ufficiale	1,00			
Misure di politica monetaria diverse dalla manovra dei tassi	0,22	1,00		
Misure prudenziali sul credito per l'acquisto di abitazioni	0,16	0,19	1,00	
Misure prudenziali sugli afflussi bancari e sulle esposizioni valutarie	0,20	0,30	0,09	1,00

<sup>1</sup> Le variazioni del tasso ufficiale sono variazioni effettive. Per le variazioni nelle altre misure di policy, vengono assegnati valori di +1 agli inasprimenti, 0 all'assenza di variazioni e -1 agli allentamenti. Dati trimestrali dal 2004 al 2013 per Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

Fonte: adattamento della tabella 15 di V. Bruno, I. Shim e H. S. Shin, "Comparative assessment of macroprudential policies", *BIS Working Papers*, n. 502, giugno 2015.

© Cfr. H. Hannoun, "Towards a global financial stability framework", intervento alla conferenza dei Governatori delle banche centrali SEACEN, Siem Reap, Cambogia, 26 febbraio 2010.

## La trasmissione della politica monetaria al prodotto, al credito e ai prezzi delle attività

Dopo la Grande Inflazione degli anni settanta le economie e i sistemi finanziari di tutto il mondo sono cambiati profondamente. Livelli bassi di inflazione sono divenuti la norma in molti paesi e la liberalizzazione e la globalizzazione finanziarie hanno fatto rapidi progressi. In particolare, il credito immobiliare ha subito una considerevole evoluzione, integrandosi maggiormente con i mercati dei capitali attraverso la diffusione della cartolarizzazione, l'aumento dei rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (loan-to-value) e l'avvento di nuove forme di credito collegate al patrimonio immobiliare. Inoltre, i mercati obbligazionari hanno acquisito un maggiore spessore, agevolando l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali, e la globalizzazione finanziaria ha notevolmente ampliato la base degli investitori. Di conseguenza, l'indebitamento è significativamente cresciuto in rapporto al reddito. In aggiunta, i creditori non bancari rappresentano oggi una fonte molto più ampia di finanziamento, e una quota più elevata di debito è sotto forma di mutui ipotecari.

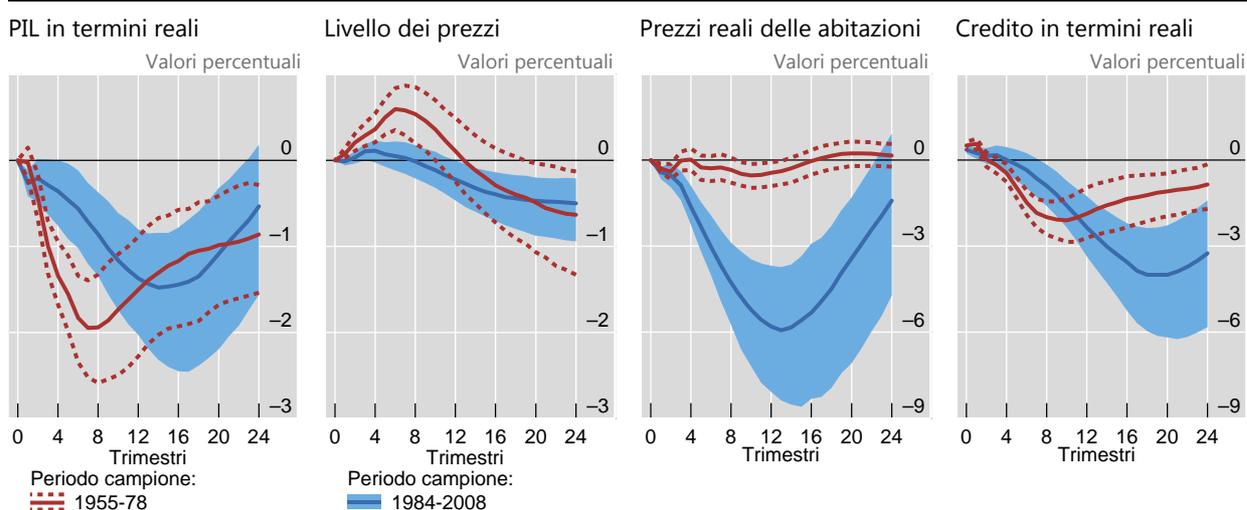
È possibile che tali dinamiche abbiano alterato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Sebbene alcuni studi suggeriscano che nel caso degli Stati Uniti non vi siano stati cambiamenti di rilievo<sup>1</sup>, è pur vero che essi si sono concentrati sulla trasmissione all'economia reale, tralasciando in gran parte l'interrelazione con il credito e i prezzi delle attività.

Un modello autoregressivo vettoriale (VAR) standard esteso ai prezzi degli immobili e al credito totale al settore privato non finanziario evidenzia che di fatto si sono verificati mutamenti rilevanti nel meccanismo di trasmissione nell'economia statunitense (grafico IV.B)<sup>2</sup>. Si stima che un aumento inatteso di 100 punti base del tasso ufficiale statunitense abbia avuto di recente un impatto minore sul prodotto: nel periodo precedente, infatti, si raggiungeva un effetto massimo del -2% dopo otto trimestri, mentre in quello più recente l'effetto massimo è del -1,5% dopo 14 trimestri. Per quanto riguarda il livello dei prezzi, l'effetto nel lungo termine è simile, ma la reazione si è attenuata. Per contro la differenza di impatto della politica monetaria sui prezzi delle abitazioni e sul credito fra i due periodi campione è marcata: per i prezzi reali delle abitazioni l'effetto massimo stimato si è impennato aumentando di dodici volte (dal -0,5 al -6%) e per il credito totale è raddoppiato dal -2 al -4%<sup>3</sup>.

## È progressivamente aumentata la sensibilità del ciclo finanziario ai tassi ufficiali

Risposta a un impulso di aumento di 100 punti base del tasso ufficiale<sup>1</sup>

Grafico IV.B



<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti; mediana e intervallo con probabilità del 68% delle risposte all'impulso.

Fonte: elaborazioni BRI.

Questi risultati fanno ritenere che i boom del credito e dei prezzi delle abitazioni siano diventati molto più reattivi alle variazioni compensative dei tassi di politica monetaria. Inoltre, i costi in termini di prodotto associati a un inasprimento si sono generalmente ridotti, considerato l'effetto più attenuato della politica monetaria sul PIL reale. In altre parole, i risultati indicano che, rispetto al passato, l'appianamento delle oscillazioni di breve termine del prodotto e dell'inflazione avviene oggi al costo di fluttuazioni più ampie del credito e dei prezzi degli immobili.

① Cfr. ad esempio G. Primiceri, "Time varying structural vector autoregressions and monetary policy", *Review of Economic Studies*, vol. 72, 2005, pagg. 821-852; e J. Boivin, M. Kiley e F. Mishkin, "How has the monetary transmission mechanism evolved over time?", in B. Friedman e M. Woodford (a cura di), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, North Holland, 2011, pagg. 369-422. ② Il VAR comprende cinque variabili: PIL reale, deflatore del PIL, prezzi reali delle abitazioni, tasso ufficiale statunitense (tasso sui federal fund) e credito reale, tutte espresse in termini logaritmici a eccezione del tasso ufficiale. Lo shock di politica monetaria è identificato mediante uno schema di identificazione di Cholesky con le variabili nell'ordine del precedente elenco. Per ulteriori dettagli, cfr. B. Hofmann e G. Peersman, "Revisiting the US monetary transmission mechanism", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ③ Anche O. Jorda, M. Schularick e A. Taylor, "Betting the house", *Journal of International Economics*, di prossima pubblicazione, riscontrano che condizioni monetarie rilassate hanno condotto a boom del credito immobiliare e a bolle dei prezzi delle abitazioni, soprattutto nel dopoguerra.

## Misurazione del prodotto potenziale attraverso le informazioni sul ciclo finanziario

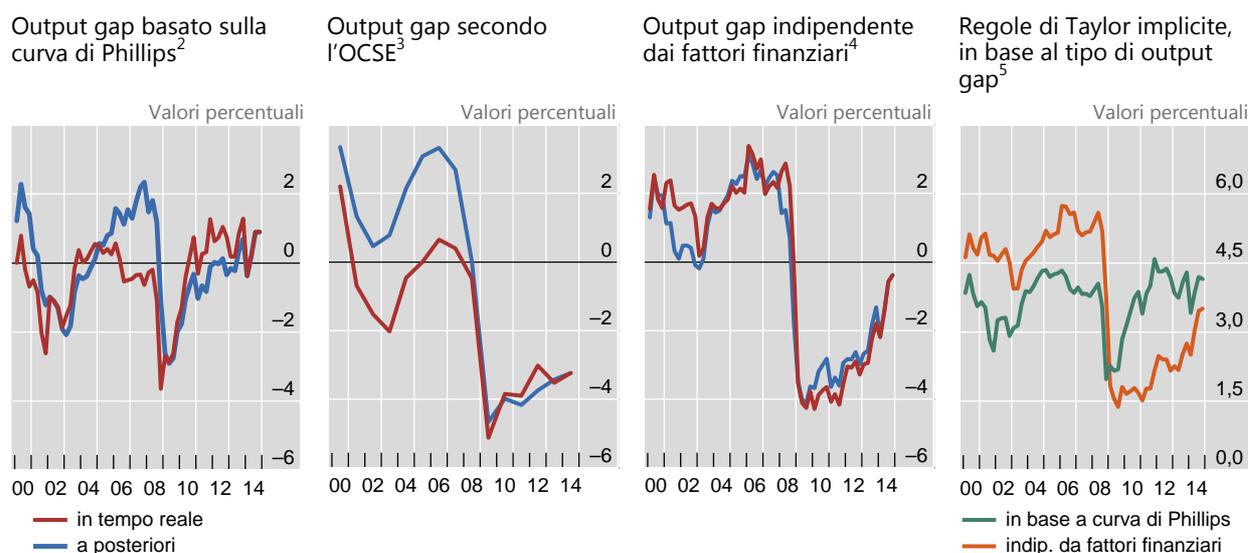
Il concetto di prodotto potenziale si riferisce al livello di prodotto ottenuto quando le risorse disponibili, fra cui capitale e lavoro, sono utilizzate pienamente e sostenibilmente. Lo scostamento del prodotto effettivo dal potenziale (il cosiddetto output gap) misura il grado di capacità inutilizzata nell'economia. Non essendo direttamente osservabile, il prodotto potenziale è di norma stimato mediante tecniche econometriche.

Tradizionalmente, le tecniche di stima econometrica si basano in larga misura sull'inflazione: a parità di altre condizioni, il livello del prodotto viene considerato coerente con un pieno utilizzo del lavoro quando l'inflazione non presenta tendenze al rialzo o al ribasso. L'inflazione è un segnale fondamentale della sostenibilità. Anche le misure del prodotto potenziale basate su funzioni di produzione, come ad esempio quelle elaborate dall'OCSE o dall'FMI, si basano in parte sull'inflazione per valutare gli squilibri nel mercato del lavoro.

La relazione fra sottoutilizzo della capacità produttiva e inflazione (la cosiddetta curva di Phillips) si è tuttavia indebolita nel corso degli ultimi decenni (cfr. Capitolo III dell'84<sup>a</sup> *Relazione annuale*), compromettendo così l'utilità dell'inflazione come indicatore del prodotto potenziale. Di conseguenza, le stime dell'output gap basate sulla curva di Phillips potrebbero non essere affidabili<sup>①</sup>. In altri termini, se si lasciassero parlare liberamente i dati, il contenuto informativo dell'inflazione potrebbe essere abbastanza scarso. In aggiunta, i metodi tradizionali di stima del prodotto potenziale sono affetti da notevole incertezza se utilizzati in tempo reale: le stime sono infatti oggetto di

### La distorsione in tempo reale delle stime dell'output gap ha implicazioni per i parametri di riferimento della politica monetaria<sup>1</sup>

Grafico IV.C



<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti; le stime a posteriori si basano su tutti i dati disponibili fino al dicembre 2014; i parametri in tempo reale sono calcolati stimando in maniera ricorsiva i modelli con i dati disponibili fino a ciascun momento considerato. <sup>2</sup> Ricavato espandendo un semplice modello statistico univariato (filtro di Hodrick-Prescott) dell'output gap con una curva di Phillips. I risultati ottenuti usando un filtro di Hodrick-Prescott sono pressoché identici. Per maggiori dettagli, cfr. il modello 1 nella pubblicazione citata nella nota ①. <sup>3</sup> Stima in tempo reale basata sui dati di giugno dell'anno successivo (ad esempio giugno 2003 per la stima relativa al 2002). <sup>4</sup> In base alla pubblicazione citata nella nota ②. <sup>5</sup> In termini nominali; a titolo di illustrazione, le regole di Taylor sono calcolate come  $\pi^* + r^* + \frac{1}{2}(y - y_p) + \frac{1}{2}(\pi - \pi^*)$ , dove  $(y - y_p)$  è la curva di Phillips in tempo reale o l'output gap indipendente dai fattori finanziari,  $\pi$  è il tasso di inflazione osservato (spesa per consumi personali al netto di alimentari ed energia),  $\pi^*$  è l'obiettivo di inflazione (fissato al 2%) e  $r^*$  è il tasso di interesse reale di equilibrio compatibile con un prodotto pari al potenziale e un'inflazione al livello desiderato (fissato al 2%, grosso modo equivalente alla media storica del tasso sui federal fund).

Fonti: Federal Reserve Bank di St. Louis; OCSE, *Economic Outlook*; elaborazioni BRI.

revisioni marcate man mano che divengono disponibili nuovi dati. Ad esempio, a metà degli anni duemila né il metodo della curva di Phillips né quello dell'OCSE basato sulla funzione di produzione hanno rilevato che in quel momento il PIL statunitense si trovava al di sopra del potenziale; lo hanno segnalato soltanto più tardi, quando i modelli sono stati nuovamente stimati utilizzando più dati (grafico IV.C, primo e secondo diagramma).

L'esperienza pre-crisi indica che, ai fini della stima del prodotto potenziale, può essere utile considerare le misure di squilibrio finanziario. Prima della crisi, infatti, l'inflazione rimaneva generalmente contenuta, mentre il credito e i prezzi degli immobili sono cresciuti a tassi eccezionalmente alti, creando i presupposti della crisi e della recessione successive. Studi della BRI mostrano che tenere conto delle informazioni sul ciclo finanziario può effettivamente permettere di ottenere misure più affidabili del surriscaldamento dell'economia<sup>①</sup>. Le misure dell'output gap "neutrale ai fattori finanziari" (finance-neutral) così ottenute sarebbero state in grado, ad esempio, di indicare in tempo reale che a metà degli anni duemila il prodotto negli Stati Uniti era superiore al potenziale; esse avrebbero inoltre necessitato di minori revisioni dovute alla pubblicazione di nuovi dati (grafico IV.C, terzo diagramma).

La disponibilità di stime affidabili in tempo reale dell'output gap sarebbe utile per le autorità monetarie, considerato il ruolo fondamentale che il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva occupa nella definizione della politica monetaria. Coerentemente con la diagnosi di un prodotto superiore al potenziale, l'output gap "finance-neutral" segnala per il periodo precedente la Grande Crisi Finanziaria un livello più elevato dei tassi ufficiali impliciti nella regola di Taylor (grafico IV.C, ultimo diagramma).

<sup>①</sup> L'argomento viene ulteriormente elaborato in C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *BIS Working Papers*, n. 442, febbraio 2014. Lo studio mostra che, per diverse specificazioni del modello, il contributo dell'inflazione all'output gap è modesto a meno che non venga inclusa una forte componente di informazioni precedenti. <sup>②</sup> C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013.



## V. Il sistema monetario e finanziario internazionale

Da tempo si dibatte in economia su quale sia la configurazione ottimale degli assetti monetari e finanziari internazionali per l'economia mondiale. La messa in atto di meccanismi che favoriscano il conseguimento di una crescita sostenuta, non inflazionistica e bilanciata si è rivelata difficile. All'indomani della Grande Crisi Finanziaria tale questione è tornata all'ordine del giorno nel dibattito di policy internazionale.

Come già in passato, tuttavia, non vi è accordo su quali siano le principali lacune del sistema monetario e finanziario internazionale (SMFI), e ancor meno sul da farsi. Una diagnosi che ha riscontrato vari consensi è che il sistema non sia in grado di prevenire la formazione di squilibri insostenibili di conto corrente e che questi, a loro volta, abbiano indotto una propensione alla contrazione: i paesi eccedentari non hanno alcun incentivo a ridurre gli avanzi, mentre quelli deficitari sono obbligati a ridurre i disavanzi. Proprio gli squilibri di conto corrente hanno fatto l'oggetto di iniziative di cooperazione in seno al G20.

Questo capitolo offre una prospettiva diversa, sostenendo che la principale carenza del sistema attuale è che tende ad acuire i punti deboli degli assetti ("regimi") monetari e finanziari nazionali o domestici. In particolare, l'SMFI tende ad accrescere il rischio di squilibri finanziari, ossia di boom non sostenibili del credito e dei prezzi delle attività che dilatano oltre misura i bilanci e possono provocare crisi finanziarie, con conseguenti gravi danni macroeconomici. Questi squilibri si formano simultaneamente in più paesi, traendo vigore da condizioni monetarie distese a livello mondiale e dai flussi di finanziamento transfrontalieri. In altri termini, il sistema evidenzia un'"elasticità finanziaria eccessiva": si pensi a un elastico che viene teso sempre più ma, a un certo punto, torna indietro in una frustata violenta<sup>1</sup>.

Il capitolo è articolato come segue. Dopo una descrizione delle principali caratteristiche dell'SMFI, la prima sezione spiega e documenta in che modo l'interazione fra i regimi monetari e finanziari domestici accresce gli squilibri finanziari. Essa evidenzia vari fattori: 1) il ruolo delle aree monetarie, che nel caso delle maggiori valute internazionali (in particolare il dollaro USA) si estendono ben al di là dei confini nazionali; 2) le limitate proprietà isolanti dei tassi di cambio, che inducono da parte delle autorità azioni volte a evitare ampi differenziali di tasso di interesse nei confronti delle principali valute internazionali; e 3) le ondate impetuose generate dalla libertà di movimento dei capitali finanziari e dalla liquidità globale, che investono più valute e paesi, trasportando le condizioni finanziarie attraverso i confini nazionali. La seconda sezione prende in esame le possibili soluzioni, sottolineando la necessità di adeguare gli assetti delle politiche nazionali e di rafforzare la cooperazione internazionale, superando la dottrina secondo cui sarebbe sufficiente tenere in ordine la propria casa.

<sup>1</sup> Cfr. C. Borio, "The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it", *BIS Working Papers*, n. 456, agosto 2014; e C. Borio, H. James e H. S. Shin, "The international monetary and financial system: a capital account historical perspective", *BIS Working Papers*, n. 457, agosto 2014.

## Il sistema monetario e finanziario internazionale: principali elementi e debolezze

### Principali elementi

L'SMFI si compone dei meccanismi che governano le transazioni di beni, servizi e strumenti finanziari fra paesi. Attualmente consiste di una serie di politiche orientate alla dimensione domestica in un mondo caratterizzato da una grande libertà nei flussi di capitali. I regimi monetari perseguono principalmente la stabilità dei prezzi, mentre le valute sono lasciate libere di fluttuare in misura variabile: la libera fluttuazione delle principali monete internazionali si affianca alla gestione più o meno rigida di altre monete. I regimi finanziari consentono generalmente ai capitali di muoversi liberamente fra valute e paesi, sebbene restrizioni siano ancora imposte in alcuni paesi. Il principale vincolo alle transazioni finanziarie proviene dalla regolamentazione e dalla vigilanza prudenziali, in parte fondate su norme concordate internazionalmente.

I meccanismi attuali differiscono sostanzialmente dal sistema precedente, quello di Bretton Woods (1946-73). All'epoca, la convertibilità in oro del dollaro USA fungeva da ancora monetaria esterna, e le valute erano legate insieme da tassi di cambio fissi ma aggiustabili (tabella V.1). I regimi monetari nazionali attribuivano in genere meno importanza alla stabilità dei prezzi, e più all'equilibrio dei conti con l'estero e alla crescita della domanda. Per quanto l'ancora non si sia dimostrata poi così solida, i meccanismi di allora contrastano con quelli attuali, in cui l'unico vincolo è rappresentato in genere dall'aggregazione di politiche monetarie perseguite nel rispetto di mandati domestici. All'epoca di Bretton Woods la principale moneta internazionale era il dollaro, che oggi condivide in certa misura questo ruolo con altre valute, in particolare l'euro. Infine, la mobilità internazionale dei capitali era piuttosto limitata, per effetto di una miriade di restrizioni su sistemi finanziari nazionali "repressi".

I due sistemi differiscono marcatamente anche in termini di risultati. Il sistema di Bretton Woods non conobbe episodi importanti di instabilità finanziaria, ma si dimostrò in definitiva incapace di assicurare una stabilità monetaria duratura a livello mondiale. Esso ebbe fine una volta che gli Stati Uniti abbandonarono formalmente la convertibilità aurea e i tassi di cambio furono lasciati liberi di fluttuare. I meccanismi attuali, dal canto loro, si sono dimostrati più efficaci nel promuovere la stabilità dei prezzi che non quella finanziaria.

Molto probabilmente non si tratta di una coincidenza. L'84<sup>a</sup> *Relazione annuale*, e ancora altri capitoli della presente Relazione, esaminano i motivi per cui finora i regimi monetari e finanziari domestici non sono stati in grado di assicurare una

---

### Il sistema monetario e finanziario internazionale, ieri e oggi

Tabella V.1

	Sistema di Bretton Woods	Sistema attuale
Ancora monetaria	Esterna: in ultima istanza l'oro	Interna: mandati domestici (ad es. stabilità dei prezzi)
Tassi di cambio	Fissi ma aggiustabili	Ibridi (flessibili al centro)
Valute principali	Di fatto, il dollaro USA	Dominanza del dollaro (meno esclusiva)
Mobilità dei capitali	Ristretta	Ibrida (non ristretta al grande centro)

stabilità finanziaria durevole. Ma anche la loro interazione attraverso l'SMFI ha giocato un ruolo, acuendo anziché limitare i punti deboli dei regimi domestici. Di seguito vengono considerate in successione l'interazione fra regimi monetari e quella fra regimi finanziari.

## Interazione fra i regimi monetari domestici

L'interazione fra i regimi monetari trasmette condizioni monetarie distese dalle economie principali al resto del mondo. L'impiego internazionale delle monete di riserva lo fa in modo diretto, la conduzione strategica della politica monetaria in modo indiretto. Si considerino questi due aspetti separatamente.

Dall'epoca di Bretton Woods si è fatto progressivamente meno affidamento su un'unica moneta internazionale, ma il dollaro USA continua ad avere un ruolo dominante nel commercio e nella finanza internazionali, insieme all'euro. Come mezzo di scambio, il dollaro figura da uno dei due lati di addirittura l'87% delle operazioni sui mercati dei cambi (tabella V.2), e di una quota ancora maggiore delle operazioni a termine secco e di swap. La sua dominanza nei mercati dei cambi rende il dollaro l'unica valuta di intervento al di fuori dell'Europa e del Giappone, il che spiega la sua diffusa presenza all'interno delle riserve ufficiali. Oltre la metà del commercio mondiale è fatturata e regolata in dollari, a riprova del ruolo preponderante del biglietto verde come unità di conto.

È degno di nota il fatto che l'avvento dell'euro e il deprezzamento del dollaro dagli anni settanta non abbiano messo veramente in discussione il ruolo del dollaro come riserva di valore (grafico V.1, diagramma di sinistra). La sua quota all'interno delle riserve ufficiali, pari al 63%, è tutt'oggi pari a quasi tre volte quella dell'euro. La quota del dollaro sia nelle riserve sia nei portafogli privati è sostenuta dall'entità di

### Indicatori dell'impiego internazionale delle valute maggiori

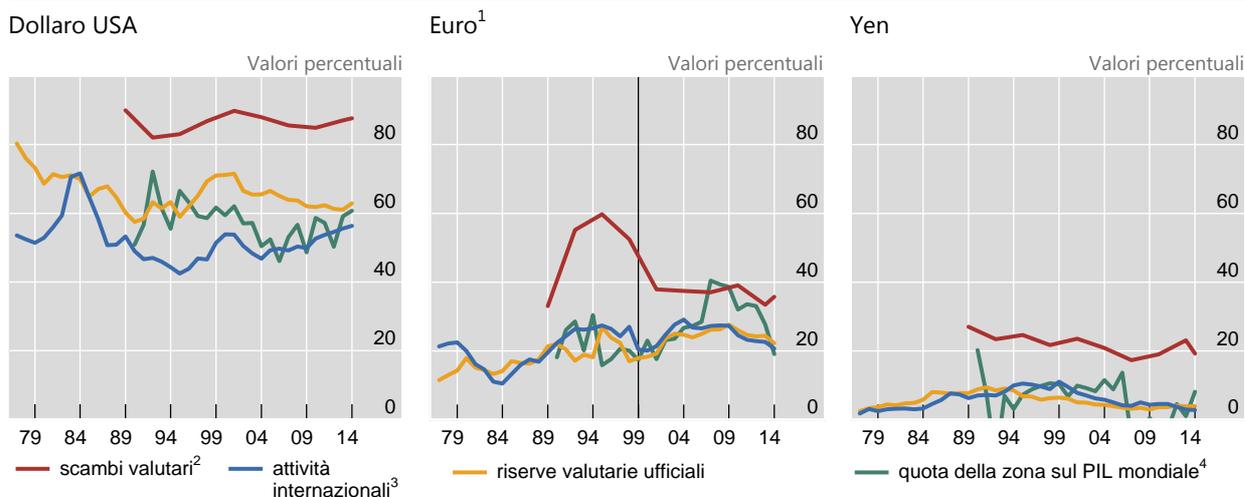
In percentuale del totale mondiale

Tabella V.2

	Dollaro USA	Euro	Sterlina	Yen	Renminbi	Totale (migliaia di miliardi di USD)
Contrattazioni nel mercato dei cambi <sup>1</sup> , dati giornalieri, aprile 2013	87,0	33,4	11,8	23,0	2,2	5,3
Riserve valutarie ufficiali <sup>2</sup> , 4° trimestre 2014	62,9	22,2	3,8	4,0	1 <sup>3</sup>	11,6
Depositi bancari internazionali da parte di soggetti non bancari <sup>4</sup> , 4° trimestre 2014	57,3	22,7	5,2	2,9	1,9 <sup>5</sup>	9,8
Titoli di debito internazionali in essere <sup>4</sup> , 4° trimestre 2014	40,4	40,9	9,6	2,0	0,6	21,9
Fatturazione/regolamento del commercio internazionale, 2010-12	50,3	37,3	...	...	1,4	.

<sup>1</sup> La somma delle quote è pari al 200% poiché ciascuna transazione coinvolge due valute. <sup>2</sup> Le quote si basano sui dati COFER dell'FMI per i quali è disponibile una classificazione. <sup>3</sup> Stime grezze BRI basate in parte su People's Bank of China, *Rapporto sull'internazionalizzazione del renminbi* (in cinese), giugno 2015. <sup>4</sup> Misura ampia, comprendente i titoli interni all'area dell'euro. <sup>5</sup> Quota minima in base ai dati sui depositi bancari internazionali denominati in renminbi riportati da un sottoinsieme di paesi segnalanti alla BRI.

Fonti: H. Ito e M. Chinn, "The rise of the 'redback' and the People's Republic of China's capital account liberalization: an empirical analysis of the determinants of invoicing currencies", *ADB Working Paper*, n. 473, aprile 2014; FMI; statistiche bancarie internazionali BRI e statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.



<sup>1</sup> Prima del 1999, aggregato delle monete confluite nell'euro. <sup>2</sup> La somma delle quote è pari al 200% perché ciascuna transazione coinvolge due valute. Per il 2014, stime basate sui dati CLS relativi alle contrattazioni in aprile. <sup>3</sup> Compresi i depositi bancari di soggetti non bancari e i titoli di debito. Prima del 1995, i depositi bancari sono approssimati dalle passività bancarie complessive. Per l'area dell'euro, al netto dei depositi nei confronti di banche dell'area. I dati relativi ai titoli di debito si basano sulle statistiche BRI sui titoli di debito internazionali per il periodo antecedente il 1999 e successivamente sulla misura ristretta della BCE delle obbligazioni in euro, che non comprende le emissioni in euro dei residenti nell'area dell'euro. <sup>4</sup> Stimata come quota di ciascuna economia sul PIL in termini di PPA, più quota di tutte le altre economie sul PIL in termini di PPA ponderata in base all'elasticità; cfr. riquadro V.A.

Fonti: BCE; FMI; CLS; Datastream; statistiche nazionali; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

quella che può essere chiamata la "zona del dollaro", formata dalle economie le cui valute si muovono in sintonia più stretta con il dollaro che non con l'euro (riquadro V.A). La zona del dollaro, cui è riconducibile almeno la metà del PIL mondiale, è molto più estesa dell'economia statunitense, che rappresenta meno di un quarto del PIL mondiale.

Le politiche monetarie definite per le principali valute internazionali influenzano le condizioni finanziarie al di fuori delle corrispondenti giurisdizioni in modo diretto, per il loro impatto sui tassi di interesse e sulla valutazione di attività e passività denominate in quelle valute ma detenute da non residenti o di loro proprietà. In particolare, il credito in dollari e in euro a favore di prenditori non bancari al di fuori degli Stati Uniti e dell'area dell'euro era pari rispettivamente a \$9 500 miliardi e a €2 300 miliardi (\$2 700 miliardi) a fine 2014. Il debito in dollari al di fuori degli Stati Uniti equivale a un settimo del PIL mondiale (riquadro V.B).

Le ampie consistenze di credito in dollari e in euro concesso a prenditori al di fuori rispettivamente degli Stati Uniti e dell'area dell'euro fanno sì che le politiche della Federal Reserve e della BCE siano trasmesse direttamente ad altre economie. L'impatto dipende dalle caratteristiche dello strumento specifico, in particolare dalla sua scadenza e dal grado di flessibilità del corrispondente tasso di interesse. Ad esempio, nel caso di prestiti con tasso collegato al Libor del dollaro o all'Euribor, la trasmissione delle variazioni dei tassi ufficiali a breve termine avviene nell'arco di poche settimane. Oltre la metà del credito in dollari e in euro a favore di prenditori non residenti rimane sotto forma di prestiti bancari.

La trasmissione avviene più lentamente nel caso delle obbligazioni, che hanno generalmente tassi fissi e scadenze più lunghe, ma anche i volumi possono adeguarsi alle variazioni della politica monetaria. In particolare, le consistenze di alcuni tipi di obbligazioni in dollari sono variate in misura piuttosto marcata in

risposta alla politica monetaria non convenzionale (Capitolo IV). I bassi rendimenti, dovuti fra l'altro agli acquisti su larga scala di titoli del Tesoro e di agenzie federali da parte della Federal Reserve, hanno spinto gli investitori negli Stati Uniti e nel resto del mondo a ricercare rendimenti più elevati in titoli di qualità inferiore. L'impatto è stato particolarmente pronunciato sui prenditori non statunitensi, che fra il 2009 e il 2014 hanno accresciuto di ben \$1 800 miliardi le emissioni obbligazionarie in dollari (grafico V.2, diagramma di sinistra). La domanda di questi titoli da parte degli investitori si è dimostrata assai reattiva alla compressione del premio a termine, misurato dal differenziale fra i rendimenti dei titoli del Tesoro e quelli attesi delle obbligazioni: quanto più basso era il premio, tanto più rapida è stata la crescita delle emissioni obbligazionarie in dollari da parte dei prenditori non statunitensi (da cui la relazione negativa riscontrata dopo il primo trimestre 2009 ed evidenziata nel diagramma di destra del grafico V.2).

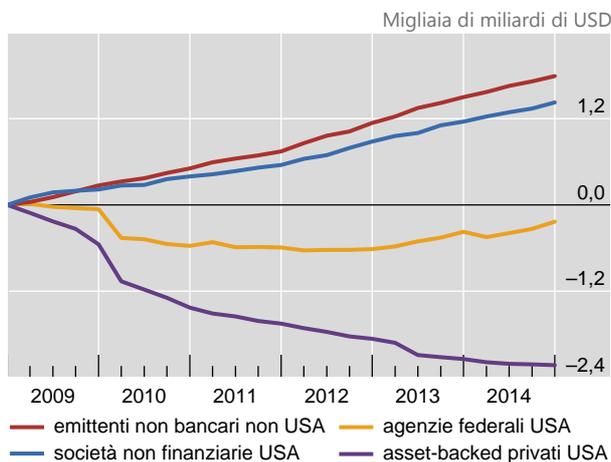
Per analogia, i recenti acquisti su larga scala di titoli di debito da parte della BCE e la compressione dei premi a termine sulle obbligazioni denominate in euro portano a chiedersi se i prenditori non residenti nell'area dell'euro trarranno vantaggio dalle opportunità di raccolta venutesi così a creare. Di fatto, a fine 2014 le consistenze di obbligazioni in euro emesse da tali prenditori stavano già crescendo agli stessi ritmi di quelle corrispondenti in dollari.

Dopo la crisi la crescita del credito offshore in dollari è stata maggiore nelle giurisdizioni dove è risultata più conveniente rispetto alla provvista locale,

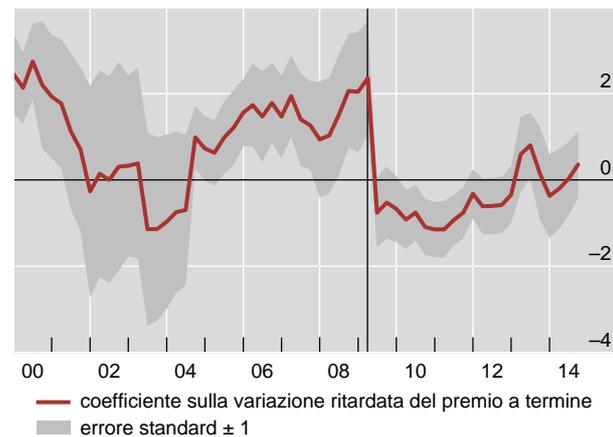
## La Federal Reserve stimola le emissioni obbligazionarie in dollari di prenditori non statunitensi

Grafico V.2

Variazione delle obbligazioni in essere: confronto fra emittenti statunitensi e di altri paesi



Reazione delle emissioni offshore in dollari alla variazione del premio a termine<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Risposta della crescita trimestrale delle consistenze di obbligazioni in dollari USA emesse al di fuori degli Stati Uniti alla variazione (ritardata) del premio a termine reale, stimata in base a regressioni mobili su 16 trimestri che includono il valore ritardato dell'indice VIX per tenere conto delle condizioni complessive del mercato finanziario; cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *Economic Policy*, vol. 30, numero 82, aprile 2015, pagg. 189-229. Le linee verticali indicano la fine del 1° trimestre 2009. Il premio a termine reale a 10 anni è stimato mediante un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto; cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014, pagg. 1-47.

Fonti: Federal Reserve; Bloomberg; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

specialmente nelle economie emergenti (EME)<sup>2</sup>. Le autorità di tutto il mondo ricorrono a controlli sui movimenti di capitali o alla politica macroprudenziale per aumentare il costo dell'indebitamento in dollari nelle proprie giurisdizioni, ma la loro influenza non si estende all'attività delle società multinazionali, che possono indebitarsi in dollari (o in euro) all'estero per aggirare l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento domestiche. Questo è uno dei fattori all'origine della rapida espansione delle varie misure quantitative della "liquidità globale", ossia della facilità di finanziamento nei mercati finanziari internazionali (riquadro V.B).

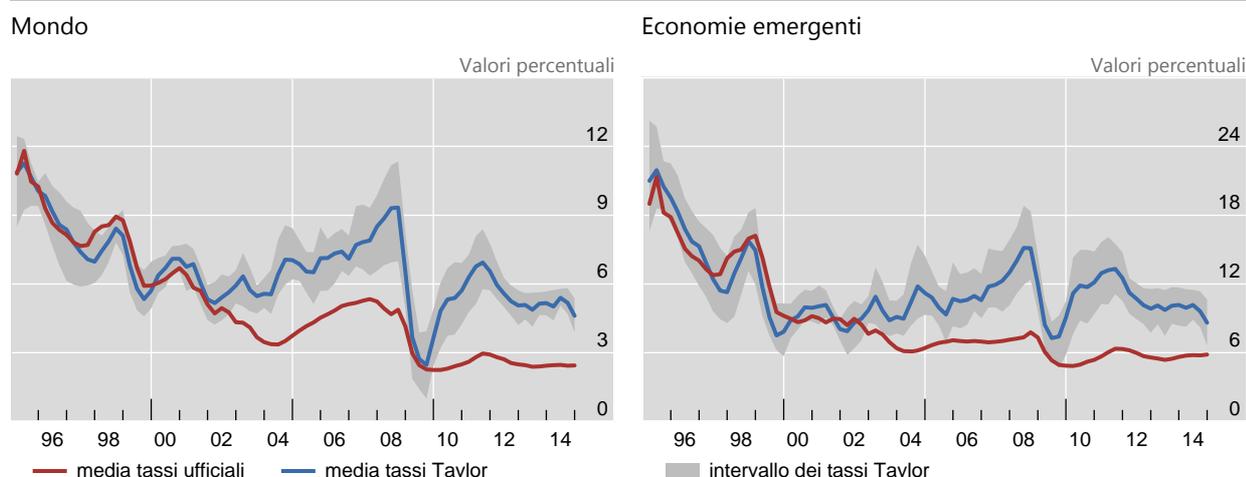
I regimi monetari interagiscono anche per via indiretta, per il tramite delle risposte delle banche centrali alle politiche delle loro omologhe. Sembra infatti che le banche centrali fissino i rispettivi tassi ufficiali tenendo in considerazione quelli della Federal Reserve o della BCE. Tale comportamento, talvolta riconosciuto in maniera esplicita, come nei casi della Norges Bank o della Banca nazionale svizzera, appare comunque assai diffuso.

Una delle motivazioni alla base è quella di contenere le oscillazioni dei tassi di cambio. Si sostiene spesso che la flessibilità dei cambi immunizzi l'economia domestica dagli sviluppi esterni, ma questa proprietà isolante è in molti casi sopravvalutata. In particolare, un apprezzamento può indurre i creditori a ritenere che le imprese indebitate in valuta estera siano meglio capitalizzate e quindi più affidabili, riducendo la percezione dei rischi di affidamento e quindi accrescendo la disponibilità di credito<sup>3</sup>. Attraverso questo e altri meccanismi, come le strategie di carry trade e di momentum trading, le valute possono mostrare iperreazioni, portando a una contrazione del settore dei beni commerciabili e rendendo l'economia vulnerabile di fronte a un cambiamento delle condizioni di finanziamento internazionali. Un deprezzamento, a sua volta, può provocare tensioni finanziarie per le imprese indebitate in valuta estera. Durante la fase di flessione del dollaro dal 2002 al 2011 (con un'interruzione verso la fine del 2008), molte banche centrali hanno contrastato l'apprezzamento indesiderato delle loro valute nei confronti del dollaro mediante lo strumento del tasso ufficiale e intervenendo nei mercati dei cambi.

Di fatto molti paesi – non solo EME ma anche economie avanzate – sembrerebbero aver mantenuto i tassi di interesse al disotto dei valori suggeriti dai tradizionali parametri domestici, in parte in risposta al basso livello dei tassi nelle monete principali. Negli anni novanta i tassi ufficiali erano sostanzialmente in linea con quelli suggeriti dalla regola di Taylor, una semplice regola di tasso di interesse che prescrive una reazione meccanica in funzione dell'output gap e dello scostamento dell'inflazione dall'obiettivo. Agli inizi degli anni duemila, tuttavia, i tassi ufficiali effettivi si sono progressivamente portati su livelli inferiori a quelli indicati dalla regola di Taylor, a segnalare che la politica monetaria è divenuta sistematicamente accomodante (grafico V.3). Apparentemente molte economie avanzate hanno esitato a innalzare i tassi di interesse durante il boom e a partire dalla crisi li hanno mantenuti prossimi allo zero. Da parte loro, le autorità delle EME sembrano aver fissato i tassi ufficiali su bassi livelli per contrastare gli afflussi di capitali e l'apprezzamento della moneta nazionale (grafico V.3, diagramma di destra). La significatività empirica dell'influsso dei tassi di interesse statunitensi sui

<sup>2</sup> Cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *Economic Policy*, vol. 30, numero 82, aprile 2015, pagg. 189-229.

<sup>3</sup> Cfr. V. Bruno e H. S. Shin, "Cross-border banking and global liquidity", *Review of Economic Studies*, vol. 82, numero 2, aprile 2015, pagg. 535-564.



I tassi Taylor sono calcolati come  $i = r^* + \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$ , dove  $\pi$  è la misura dell'inflazione,  $y$  quella dell'output gap,  $\pi^*$  è l'obiettivo di inflazione e  $r^*$  è il tasso di interesse reale a lungo termine, approssimato in questo caso dalla crescita tendenziale reale del prodotto. Il grafico riporta la media e l'intervallo dei tassi Taylor per diverse combinazioni di inflazione/output gap, ottenute combinando quattro misure dell'inflazione (generale, di fondo, deflatore del PIL e previsioni di consensus dell'inflazione generale) con quattro misure dell'output gap (ottenute mediante un filtro di Hodrick-Prescott (HP), tecniche del trend lineare segmentato e delle componenti non osservate e stime FMI).  $\pi^*$  è posto pari all'obiettivo di inflazione ufficiale, o alla media campionaria o all'inflazione tendenziale stimata mediante un filtro HP standard. Cfr. B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una "Grande Deviazione" globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (testo integrale disponibile soltanto in inglese).

<sup>1</sup> Media ponderata in base alle PPA del 2005. "Mondo" comprende tutte le economie elencate. Economie avanzate: area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. EME: Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Israele, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia e Ungheria.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

tassi ufficiali del resto del mondo fornisce ulteriori riprove di tale comportamento "emulativo" (riquadro V.C). Per quanto presenti importanti limiti, questo esercizio mette in luce il ricorso ad allentamenti competitivi come mezzo per sostenere la domanda estera. Oltre 20 banche centrali hanno allentato la politica monetaria dal dicembre 2014, in qualche caso reagendo esplicitamente alle condizioni esterne (Capitolo IV).

Le misure di resistenza all'apprezzamento hanno contemplato anche l'intervento nei mercati dei cambi, il quale contribuisce a sua volta alla distensione delle condizioni monetarie mondiali. Molte banche centrali sono intervenute direttamente nei mercati valutari, di norma comprando dollari e investendo i proventi in obbligazioni emesse dai governi delle principali economie. Diversamente dalle banche centrali che hanno effettuato acquisti su larga scala di titoli delle rispettive economie, i gestori delle riserve non avevano l'obiettivo di abbassare i rendimenti nei mercati obbligazionari in cui hanno investito. Ciò nondimeno, l'accumulo di riserve nel corso degli anni e le misure che hanno accresciuto i bilanci delle maggiori banche centrali hanno avuto l'effetto congiunto di spingere le disponibilità ufficiali di titoli di debito a oltre \$12 000 miliardi, a fronte di un totale di \$31 000 miliardi di titoli di debito sovrano emessi negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito (grafico II.9, diagramma di sinistra). Tali disponibilità rappresentano più della metà delle consistenze di titoli del Tesoro USA in essere e oltre il 40% di quelle complessive di titoli del Tesoro e di agenzie federali statunitensi (grafico II.9, diagramma di destra).

Di conseguenza, le politiche monetarie delle economie avanzate e di quelle emergenti si sono rafforzate a vicenda. Le condizioni monetarie distese si sono propagate dal centro al resto del mondo, dove le imprese e i governi hanno aumentato l'indebitamento in dollari e in euro e le autorità hanno contrastato l'apprezzamento indesiderato delle monete nazionali. A loro volta, gli interventi nei mercati dei cambi hanno aumentato gli investimenti ufficiali nei principali mercati obbligazionari, comprimendo ulteriormente i rendimenti in tali mercati. Di fronte alla domanda di scadenze più lunghe da parte di banche centrali e gestori delle riserve, nonché di fondi pensione e compagnie di assicurazione nel ramo vita, i rendimenti obbligazionari sono scesi ai minimi storici e il premio a termine è divenuto negativo (Capitolo II).

## Interazione fra i regimi finanziari

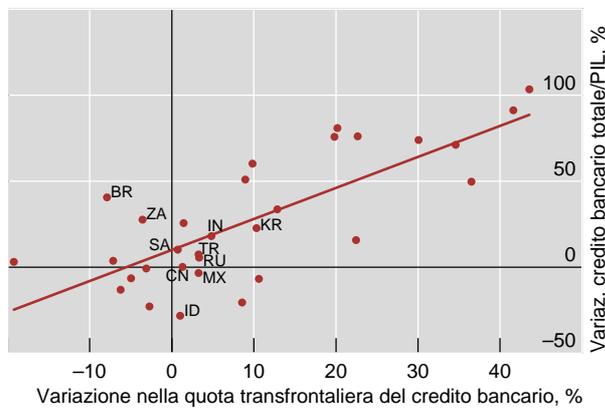
L'integrazione dei mercati finanziari ha fatto sì che gli andamenti dei flussi di capitali e dei prezzi delle attività siano stati determinati da fattori internazionali comuni, che in parte sono cambiati fra la prima e la seconda fase della liquidità globale, ossia prima e dopo la crisi.

I flussi bancari che avevano avuto un ruolo predominante nella prima di queste fasi, precedente alla crisi, avevano tratto vigore dall'abbondante leva finanziaria, dall'andamento prevedibile dei tassi ufficiali e dalla bassa volatilità, misurata

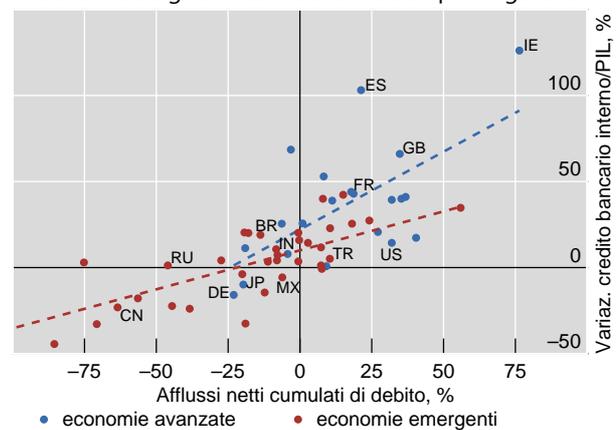
### I flussi di capitali hanno contribuito alla crescita del credito interno durante il boom ...

Grafico V.4

... attraverso il credito bancario transfrontaliero<sup>1</sup> ...



... e attraverso gli afflussi netti di debito più in generale<sup>2</sup>



BR = Brasile; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB= Regno Unito; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; RU = Russia; SA= Arabia Saudita; TR = Turchia; US= Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> 1° trimestre 2002-2° trimestre 2008. Il "credito bancario totale" corrisponde alla somma del credito interno (linea 32 delle statistiche IFS) e delle consistenze del credito bancario transfrontaliero a favore di soggetti non bancari nel paese (in base alle statistiche bancarie BRI su base locale). La "quota transfrontaliera del credito bancario" corrisponde alla quota del credito bancario totale a favore di soggetti non bancari ricevuta dall'estero attraverso prestiti diretti a soggetti non bancari e prestiti netti (se positivi) verso le banche nel paese. In base a S. Avdjiev, R. McCauley e P. McGuire, "Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia", *BIS Working Papers*, n. 377, aprile 2012. <sup>2</sup> Credito interno in base alla linea 32 delle statistiche IFS, da fine 2002 a fine 2008. L'asse delle ascisse riporta gli afflussi netti di debito della bilancia dei pagamenti in rapporto al PIL, cumulati nel periodo 2003-08. I flussi netti di debito sono calcolati aggregando le variazioni di attività nette per investimenti di portafoglio in obbligazioni, attività nette per investimenti di altro tipo e attività di riserva, tutte espresse in termini di afflussi. Ampliamento dell'analisi di P. Lane e P. McQuade, "Domestic credit growth and international capital flows", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116(1), gennaio 2014, pagg. 218-252.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; statistiche bancarie internazionali BRI; elaborazioni BRI.

sull'indice VIX<sup>4</sup>. Questi flussi hanno favorito i boom domestici del credito, svincolandoli dall'offerta di finanziamenti interna. L'analisi di un campione di 31 EME fra gli inizi del 2002 e il 2008 mostra che un aumento della quota del credito bancario transfrontaliero, erogato sia direttamente ai soggetti non bancari domestici sia indirettamente per il tramite delle banche domestiche, ha contribuito a innalzare il rapporto fra credito bancario e PIL (grafico V.4, diagramma di sinistra). Le banche hanno trovato passività non "core" all'estero con cui finanziare l'espansione creditizia interna<sup>5</sup>.

Considerando un campione più ampio di 62 paesi e una misura più inclusiva dei flussi internazionali di capitali emergono dinamiche simili. Quanto maggiori sono stati gli afflussi netti di debito, compresi i flussi di investimenti di portafoglio e i flussi bancari, tanto maggiore è risultato l'aumento del rapporto fra credito bancario e PIL (grafico V.4, diagramma di destra). Come mostrano gli esempi di Irlanda, Spagna e Regno Unito, il fatto che un boom creditizio interno venga alimentato da finanziamenti dall'estero non è un sintomo di uno sviluppo finanziario non adeguato. Anzi, in realtà nel sottocampione di 23 economie

## Stime della propagazione dei rendimenti obbligazionari USA ai mercati obbligazionari maturi

Punti base per 100 punti base sul titolo del Tesoro USA

Tabella V.3

Mercato obbligazionario	Gerlach-Kristen et al. (2012): intervento giapponese, 2003-04		Neely (2015): eventi LSAP1	Bauer e Neely (2014): eventi LSAP1	Rogers et al. (2014): dati infra-giornalieri	Obstfeld (2015): livelli di lungo periodo, dati mensili 1989-2014
	Titoli sovrani	Swap				
AU	...	...	67	37	...	74
CA	...	...	53	54	...	129
CH	53	45	...	...	...	88
DE	46	41	41	44	36	115
ES	50	41	...	...	...	111
FR	46	41	...	...	...	118
GB	59	45	46	...	48	137
IT	46	41	...	...	16	158
JP	44	54	19	12	20	69

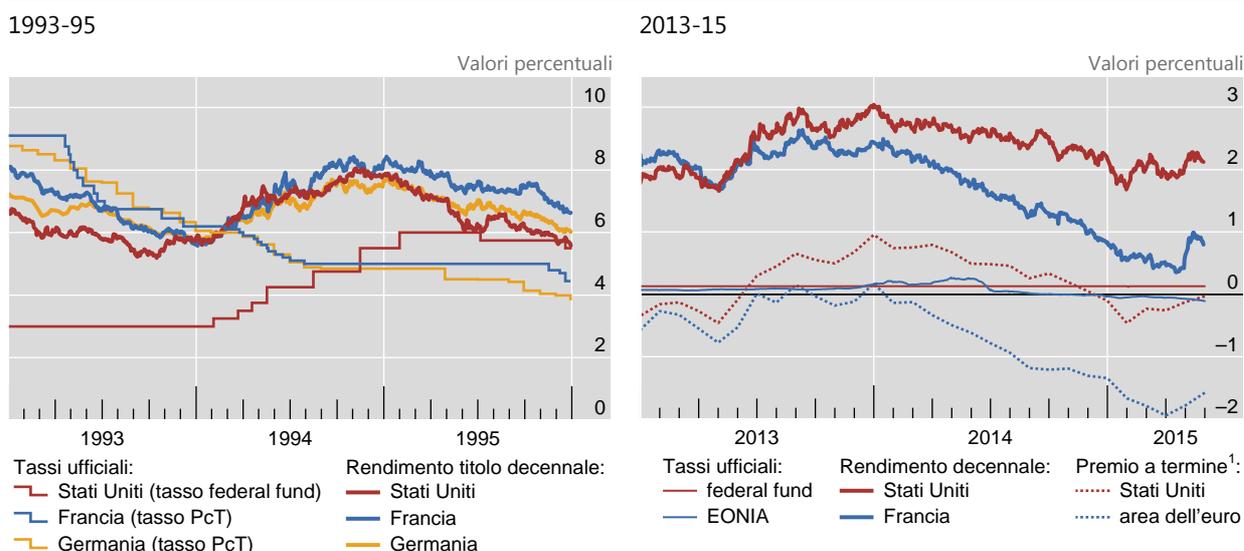
AU = Australia; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone.

LSAP1 = primo programma di acquisti su larga scala di attività finanziarie (obbligazioni) della Federal Reserve.

Fonti: P. Gerlach-Kristen, R. McCauley e K. Ueda, "Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons", *BIS Working Papers*, n. 389, ottobre 2012; C. Neely, "The large-scale asset purchases had large international effects", *Journal of Banking and Finance*, vol. 52, 2015, pagg. 101-111; M. Bauer e C. Neely, "International channels of the Fed's unconventional monetary policy", *Journal of International Money and Finance*, vol. 44, giugno 2014, pagg. 24-46; J. Rogers, C. Scotti e J. Wright, "Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a cross-country comparison", *Economic Policy*, vol. 29, numero 80, ottobre 2014, pagg. 749-799; M. Obstfeld, "Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation", *BIS Working Papers*, n. 480, gennaio 2015; elaborazioni BRI.

<sup>4</sup> Cfr. H. Rey, "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", in *Global dimensions of unconventional monetary policy*, atti del simposio di Jackson Hole della Federal Reserve Bank di Kansas City, agosto 2013, pagg. 285-333.

<sup>5</sup> Cfr. J.-H. Hahm, H. S. Shin e K. Shin, "Noncore bank liabilities and financial vulnerability", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, numero s1, aprile 2013, pagg. 3-36.



<sup>1</sup> Scomposizione del rendimento nominale a 10 anni basata sulla stima di un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto; cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014, pagg. 1-47. I rendimenti sono espressi in termini nominali (zero coupon); per l'area dell'euro, si usano i dati relativi al titolo di Stato francese.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

avanzate il ruolo degli afflussi di capitali dall'estero è ancora maggiore che nel caso delle EME, come evidenziato dalla pendenza più accentuata della retta stimata.

Nella seconda fase della liquidità globale, dopo la crisi, il premio a termine sulle obbligazioni sovrane ha assunto maggiore importanza come determinante delle condizioni di finanziamento. Mentre nelle EME il credito bancario transfrontaliero ha continuato a espandersi vigorosamente, nelle economie avanzate ha subito un'importante contrazione; i finanziamenti obbligazionari, invece, si sono impennati ovunque. Anche se i flussi obbligazionari sono diventati più significativi, il premio a termine si è imposto come determinante importante del prezzo del rischio a livello globale nei mercati finanziari integrati.

Le analisi degli effetti di propagazione nei mercati obbligazionari internazionali in corrispondenza con gli annunci di acquisti su larga scala di titoli di debito mettono in evidenza il forte comovimento fra rendimenti obbligazionari. Se gli investitori trattano le obbligazioni denominate in valute diverse come sostituti assimilabili, gli acquisti in un mercato deprimono i rendimenti anche altrove. La tabella V.3 illustra questo punto, offrendo una sintesi dei vari studi che stimano le variazioni in punti base osservate in diversi mercati obbligazionari avanzati in corrispondenza di una variazione di 100 punti base nel mercato dei titoli del Tesoro USA. Rispetto a una decina d'anni fa, anche le obbligazioni in moneta locale delle EME hanno evidenziato un comovimento molto più stretto con i titoli del Tesoro USA<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Si confrontino R. McCauley e G. Jiang, "Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2004, pagg. 53-70 e i seguenti studi: K. Miyajima, M. Mohanty e J. Yetman, "Spillovers of US unconventional monetary policy to Asia: the role of long-term interest rates", *BIS Working Papers*, n. 478, dicembre 2014; Q. Chen, A. Filardo, D. He e F. Zhu, "Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers", *BIS Working Papers*, n. 494, marzo 2015; e il riquadro V.C.

Fino a poco tempo fa la relazione fra i mercati obbligazionari anche più importanti appariva asimmetrica: i rendimenti statunitensi determinavano i rendimenti altrove. Nell'ultimo anno, tuttavia, qualcosa sembra essere cambiato. In particolare, sembrerebbe che il mercato obbligazionario dell'area dell'euro abbia influito sull'andamento di quello statunitense. L'aspettativa di acquisti obbligazionari su larga scala da parte della BCE ha esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari francesi e tedeschi e, attraverso il comovimento dei premi a termine, anche su quelli statunitensi, malgrado la divergenza dell'andamento atteso dei tassi ufficiali (grafico V.5, diagramma di destra). Ciò contrasta con gli avvenimenti all'inizio del 1994, emblematici delle dinamiche passate. All'epoca la Federal Reserve si accingeva ad aumentare il tasso ufficiale, e il conseguente rialzo dei rendimenti obbligazionari statunitensi si propagò all'Europa, nonostante la Banque de France e la Deutsche Bundesbank stessero riducendo i tassi (grafico V.5, diagramma di sinistra)<sup>7</sup>.

### Timori attuali

In sintesi, dopo la crisi i meccanismi dell'SMFI hanno propagato le condizioni monetarie e finanziarie distese dalle aree delle monete di riserva al resto del mondo, proprio come era avvenuto prima della crisi. Di conseguenza le condizioni finanziarie mondiali si sono allentate in misura forse non compatibile con una stabilità finanziaria e macroeconomica duratura. I boom del credito nelle EME e in alcune economie avanzate meno colpite dalla crisi hanno condotto alla formazione di squilibri finanziari eloquenti. Nel breve periodo, l'SMFI ha fatto propendere le condizioni in senso espansivo. Ma nel più lungo periodo un eventuale tracollo finanziario le farebbe propendere in senso contrattivo.

La divergenza delle politiche monetarie delle principali aree valutarie e il rinnovato apprezzamento del dollaro presentano dei rischi. L'allentamento nell'area dell'euro può prolungare l'allentamento a livello mondiale nella misura in cui le imprese e i governi di tutto il mondo sono in grado di sostituire finanziamenti in dollari con finanziamenti in euro. Tuttavia, l'ingente stock di debito in dollari in essere implica che un inasprimento del credito in dollari è probabilmente destinato a produrre conseguenze. Pertanto, il rinnovato vigore del dollaro potrebbe far emergere vulnerabilità (Capitolo III), specie nel caso di quelle imprese che, collettivamente, hanno preso a prestito migliaia di miliardi di dollari. È vero che, come è ben noto, l'economia statunitense ha una posizione corta in dollari che finanzia una posizione lunga in altre monete. E che, per analogia, il resto del mondo deve detenere un saldo netto attivo in dollari e quindi beneficiare in aggregato di plusvalenze in caso di apprezzamento della moneta americana. Ma anche nel caso in cui un paese abbia una posizione lunga in dollari, la distribuzione per settori delle posizioni valutarie riveste grande rilievo per il risultato finale. Ad esempio, in molte EME il settore ufficiale ha una posizione lunga in dollari ma il settore delle imprese ne ha una corta (riquadro V.D). In assenza di trasferimenti dal settore pubblico (vincente) a quello delle imprese (perdente), l'economia può essere danneggiata dalla forza del dollaro.

La forza del dollaro, la divergenza delle politiche monetarie e le ingenti disponibilità ufficiali nel mercato obbligazionario internazionale potrebbero causare

<sup>7</sup> Cfr. C. Borio e R. McCauley, "The economics of recent bond yield volatility", *BIS Economic Papers*, n. 45, luglio 1996.

volatilità. Qualora le EME dovessero attingere considerevolmente alle riserve, le loro vendite di obbligazioni denominate nelle valute principali potrebbero creare correnti incrociate senza precedenti nei mercati obbligazionari internazionali. Gli acquisti di attività finanziarie da parte della BCE e della Bank of Japan, le vendite da parte delle EME e, a un certo punto, il mancato rinnovo delle posizioni obbligazionarie in scadenza da parte della Federal Reserve potrebbero mettere gli investitori privati restanti di fronte al problema difficile e mutevole di determinare un prezzo corretto per le obbligazioni.

## Limiti e prospettive del coordinamento internazionale delle politiche

Le politiche necessarie ad affrontare le questioni sollevate in questo capitolo presuppongono qualcosa di più della gestione dell'inflazione e del ciclo economico da parte dei singoli paesi. In un'accezione più ampia, il principio di mantenere in ordine casa propria suggerisce che le autorità facciano uso delle politiche monetarie, prudenziali e di bilancio per gestire i cicli finanziari e assicurare stabilità monetaria, finanziaria e macroeconomica durature (Capitoli I e IV). La riduzione nella frequenza e nell'ampiezza dei boom del credito e dei tracolli finanziari che ne deriverebbe ridurrebbe considerevolmente gli effetti negativi di propagazione fra paesi.

Le autorità potrebbero inoltre dare maggiore peso alle interazioni internazionali, comprese esposizioni, propagazioni e retroazioni condivise, al fine di mantenere in ordine il villaggio globale. Le politiche potrebbero cercare di prevenire le crisi, mediante misure volte a contenere la formazione di squilibri finanziari, o alternativamente rafforzare la gestione delle crisi, compreso mediante reti di sicurezza. Come si suol dire, prevenire è meglio che curare: la riduzione dell'incidenza e della gravità delle crisi presenta chiari vantaggi in termini di prosperità, mentre la definizione di reti di sicurezza efficaci presenta chiari limiti di lungimiranza e azzardo morale.

Il coordinamento internazionale delle politiche può assumere vari gradi di intensità. Il perseguimento dell'autointeresse illuminato tiene conto degli effetti di propagazione internazionale nella misura in cui essi si ripercuotono a loro volta sull'economia interna. Tuttavia, anche qualora ciascun paese facesse del proprio meglio singolarmente, ciò non sarebbe sufficiente in presenza di effetti significativi di propagazione internazionale, come accade oggi nell'epoca della liquidità globale. Per avvicinarsi a un risultato più efficiente occorrerebbero una maggiore cooperazione, compresi interventi mirati congiunti, ed eventualmente anche il raggiungimento di un accordo su regole del gioco che vincolino le politiche domestiche.

A questo proposito esistono ostacoli sul fronte sia dell'analisi sia della cooperazione. Vi sono difficoltà nel raggiungere un accordo sulla diagnosi del male che affligge l'SMFI. E anche qualora si arrivasse a una valutazione condivisa degli effetti di propagazione internazionale e delle loro cause, resterebbe comunque difficile definire e mantenere un approccio comune fra le molteplici parti coinvolte, che differiscono per dimensioni e vincoli domestici.

Queste possibilità e questi ostacoli si manifestano nel dibattito sulla gestione delle crisi. Durante la Grande Crisi Finanziaria le banche centrali si sono dimostrate

capaci di agire in stretta cooperazione per adeguare rapidamente l'orientamento delle rispettive politiche e predisporre linee reciproche di swap in valuta. I fondi erogati nell'ambito degli swap in dollari hanno sfiorato \$600 miliardi (e €6 miliardi nel caso di quelli in euro). Le linee di swap in dollari hanno favorito la stabilità finanziaria consentendo di approvvisionare le banche estere con limitato accesso alle operazioni della Federal Reserve. Così facendo, hanno anche ripristinato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria dopo che la domanda delle banche aveva fatto salire il Libor in dollari rispetto al tasso sui federal fund.

Oggi le proposte di modifica ed estensione delle reti di sicurezza si scontrano con una serie di ostacoli. Un motivo risiede nel profondo disaccordo in ambito analitico. L'accumulo di riserve è una conseguenza della gestione del tasso di cambio, oppure una forma di autoassicurazione contro le crisi interne ed esterne? Sarebbe opportuno ampliare i dispositivi di liquidità internazionali, comprese le linee di swap in valuta fra le banche centrali, e qual è la loro configurazione ottimale? Il miglioramento delle reti di sicurezza condurrebbe a una riduzione delle riserve ufficiali? Anche qualora si raggiungesse un accordo su tutti questi temi, molti aspetti della condivisione dei rischi a livello internazionale rimarrebbero comunque problematici. Benché vi sia spazio per ulteriori miglioramenti, lo status quo potrebbe senz'altro continuare.

Tutte queste considerazioni rafforzano la necessità di prevenire le crisi. A tale riguardo le banche centrali potrebbero cercare di internalizzare gli effetti delle proprie politiche. Un migliore scambio di informazioni consentirebbe loro di comprendere meglio gli effetti di propagazione e retroazione internazionali. Ad esempio, se è vero che le politiche monetarie delle maggiori banche centrali hanno indotto le EME all'allentamento competitivo, gli squilibri finanziari che ne sono risultati potrebbero in definitiva ripercuotersi sulle economie avanzate. Non solo, questi effetti di retroazione potrebbero rivelarsi più forti che in passato, in linea con il peso crescente delle EME nell'economia mondiale (Capitolo III). Analogamente, il peso enorme del settore pubblico nei principali mercati obbligazionari mette in evidenza la necessità che le autorità considerino con attenzione gli effetti internazionali. Tuttavia, benché collettivamente i gestori internazionali delle riserve possano trarre vantaggio dal considerare l'impatto delle loro scelte di investimento sui rendimenti obbligazionari mondiali, singolarmente essi sono incentivati a ignorare gli effetti di propagazione internazionale.

Potrebbe essere difficile superare la logica dell'autointeresse illuminato e rivisitare le regole del gioco più in generale<sup>8</sup>. Molti si oppongono all'adozione di una prospettiva internazionale nella sfera della politica monetaria. In virtù dei mandati domestici, di conseguenza, le banche centrali emittenti delle principali

<sup>8</sup> La necessità di cambiamento è stata sottolineata da R. Rajan, "Competitive monetary easing: is it yesterday once more?", intervento alla Brookings Institution, 10 aprile 2014. Per un punto di vista più cauto sulla cooperazione nell'ambito delle politiche, cfr. ad esempio S. Fischer, "The Federal Reserve and the global economy", Per Jacobsson Foundation Lecture in occasione degli incontri annuali di FMI/Banca mondiale, 11 ottobre 2014; e B. Cœuré, "Domestic and cross-border spillovers of unconventional monetary policies", intervento alla conferenza "Monetary policy challenges in a changing world", organizzata dalla Banca nazionale svizzera e dall'FMI il 12 maggio 2015. Cfr. inoltre J. Caruana, "The international monetary and financial system: eliminating the blind spot", intervento alla conferenza dell'FMI "Rethinking macro policy III: progress or confusion?", 16 aprile 2015; e W. Dudley, "US monetary policy and emerging market economies", intervento alla tavola rotonda "Three decades of crises: what have we learned?", presso la Federal Reserve Bank di New York, 27 marzo 2014.

valute di riserva definiscono la politica monetaria con riferimento a un'area economica molto minore di quella occupata dalle loro valute.

Tale interpretazione dei mandati domestici contrasta nettamente con i successi della cooperazione internazionale nella sfera della regolamentazione e della vigilanza prudenziali. Qui i mandati nazionali non hanno impedito una cooperazione internazionale estesa e la definizione di regole a livello mondiale.

Una migliore comprensione dei limiti dell'attuale SMFI rappresenterebbe di per sé un grande passo avanti. Si sostiene spesso che il problema principale sia l'apparente incapacità dell'SMFI di prevenire l'accumulo di ampi squilibri di parte corrente. È questa l'opinione prevalente nei circoli internazionali, dalla quale discendono prescrizioni specifiche di correzione, come quelle collegate al Mutual Assessment Process del G20<sup>9</sup>.

L'attenzione ai saldi del conto corrente e ai corrispondenti flussi netti di risorse, tuttavia, potrebbe far perdere di vista quello che è probabilmente il limite fondamentale dell'SMFI. L'obiettivo di riequilibrare la domanda internazionale riduce la nozione di squilibrio ai flussi netti di beni e servizi fra paesi, trascurando il rischio ancora maggiore di squilibri *finanziari* a livello sia nazionale sia internazionale. La presenza di ampi disavanzi di conto corrente segnala spesso la presenza di problemi di fondo, ma i boom e i bust finanziari possono verificarsi anche nei paesi in avanzo. Una posizione aggregata eccedentaria potrebbe quindi mascherare vulnerabilità di questo tipo. Gli squilibri finanziari sono collegati maggiormente alle posizioni nazionali e internazionali lorde, e non lasciano necessariamente impronte sui flussi transfrontalieri netti, ossia quelli corrispondenti ai conti correnti<sup>10</sup>. La verità è che gli squilibri finanziari possono addirittura non emergere affatto dalla bilancia dei pagamenti di un paese, ad esempio nel caso in cui tutte le multinazionali emettano debito offshore e impieghino all'estero i fondi così ottenuti. Questa constatazione solleva a sua volta la questione di quale sia l'unità di analisi più appropriata nella finanza internazionale, una questione che ha implicazioni per la misurazione dei rischi (riquadro V.E). Per migliorare la definizione dell'SMFI occorre pertanto una nuova diagnosi che tenga conto degli squilibri finanziari e renda così possibile un adeguamento di ampio respiro dei regimi domestici e della loro interazione internazionale.

<sup>9</sup> La procedura per gli squilibri macroeconomici della Commissione europea si spinge oltre, affiancando alla sorveglianza degli squilibri esterni indicatori degli squilibri finanziari interni.

<sup>10</sup> Cfr. C. Borio e P. Disyatat, "Global imbalances and the global crisis: link or no link?", *BIS Working Papers*, n. 346, maggio 2011.

## Mappatura delle zone del dollaro e dell'euro

In questo riquadro si impiegano semplici modelli di regressione per ripartire le diverse valute in tre zone di influenza, corrispondenti alle principali monete internazionali, sulla base del comovimento fra valute. Le tre monete di riferimento sono il dollaro, l'euro (e prima del 1999 il marco tedesco) e lo yen, ossia le tre valute più scambiate al mondo in base all'Indagine triennale delle banche centrali coordinata dalla BRI. Sulla base di tale definizione, la zona del dollaro rappresenta quasi il 60% del PIL mondiale, una quota molto maggiore di quella dell'economia statunitense, che si situa fra il 20 e il 25% del PIL mondiale.

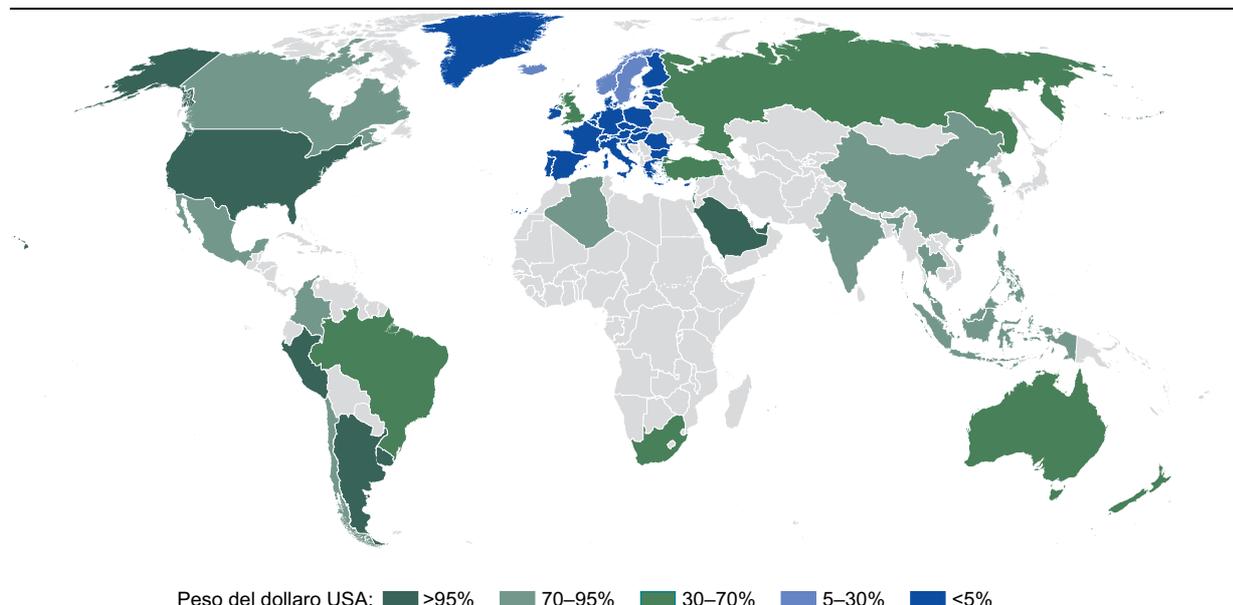
La quota del dollaro è calcolata in due fasi. In primo luogo, ciascuna valuta è collocata all'interno di una zona o fra zone. Viene fatta una regressione della sua variazione percentuale settimanale nei confronti del dollaro sulla variazione percentuale settimanale dei tassi euro/dollaro e yen/dollaro. Il peso della zona del dollaro è calcolato come differenza fra 1 e i relativi coefficienti di regressione. Ad esempio, il dollaro di Hong Kong è ancorato al dollaro USA, per cui i coefficienti sono pari a zero e il peso della zona del dollaro a 1. Nel caso intermedio della sterlina, nel 2013 i coefficienti stimati erano di 0,60 sul tasso euro/dollaro e 0,09 sul tasso yen/dollaro, per cui il peso del dollaro per la sterlina risultava uguale a  $1 - 0,60 - 0,09$ , ossia 0,31. I risultati nel grafico V.A mostrano che il dollaro ha un ruolo più globale, l'euro più regionale, mentre lo yen non ha un'influenza esterna di rilievo. I pesi del dollaro possono pertanto essere letti come l'inverso dei pesi dell'euro, per cui ad esempio l'area blu scura corrisponde a un peso di oltre il 95% dell'euro.

In seguito, per tutte le valute la quota del dollaro è calcolata utilizzando pesi basati sul PIL (PPA). Il peso della zona del dollaro per ciascuna delle 40 economie (50 prima dell'avvento dell'euro) è moltiplicato in funzione del rispettivo PIL, e il prodotto sommato al PIL statunitense. La somma risultante è in seguito espressa in rapporto al PIL totale delle 43 economie maggiori fra quelle considerate, compresi gli Stati Uniti, l'area dell'euro e il Giappone. Il grafico V.1 riporta le quote delle zone aggregate sul PIL mondiale.

Esistono forti evidenze cross-section del fatto che il comovimento di una moneta con il dollaro determina la composizione per valute del suo portafoglio estero, sia ufficiale sia privato. Per le 24 economie che pubblicano la

La zona di influenza del dollaro (in verde) è più estesa di quella dell'euro (in blu)

Grafico V.A



Fonte: elaborazioni BRI basate sulle elasticità medie del tasso di cambio fra moneta nazionale e dollaro rispetto ai tassi euro/dollaro e yen/dollaro per il periodo dal 2011 fino al 2014 compreso.

composizione per valuta delle proprie riserve ufficiali, il peso della zona del dollaro è all'origine di circa due terzi della variazione della quota del dollaro all'interno delle riserve dei vari paesi<sup>①</sup>. L'esame di campioni più ampi mostra che il peso della zona del dollaro è strettamente collegato anche con la quota del dollaro all'interno dei depositi o dei prestiti bancari transfrontalieri e delle obbligazioni internazionali. Le ragioni di fondo del settore ufficiale e di quello privato sono le medesime: far coincidere i pesi di portafoglio con i comovimenti della moneta nazionale nei confronti delle principali valute contribuisce a ridurre quanto più possibile la volatilità dei rendimenti di portafoglio espressi nella valuta domestica.

<sup>①</sup> Cfr. R. McCauley e T. Chan, "I movimenti valutari determinano la composizione delle riserve", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014.

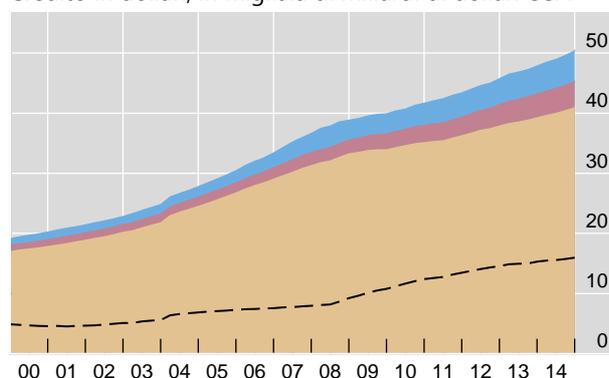
## La liquidità globale e gli aggregati del credito mondiale

Negli ultimi anni la BRI ha elaborato degli indicatori volti a rilevare lo stato della liquidità globale. Per liquidità globale si intende la facilità di finanziamento nei mercati finanziari internazionali. Una delle sue principali manifestazioni è il credito totale in essere, che mostra in che misura i mercati obbligazionari e le banche abbiano contribuito all'accumulo di esposizioni<sup>①</sup>. Con riferimento al credito in dollari USA e in euro, questo riquadro esamina le due maggiori componenti del credito globale, attraverso le quali le politiche monetarie delle rispettive aree valutarie influenzano direttamente le condizioni finanziarie nel resto del mondo.

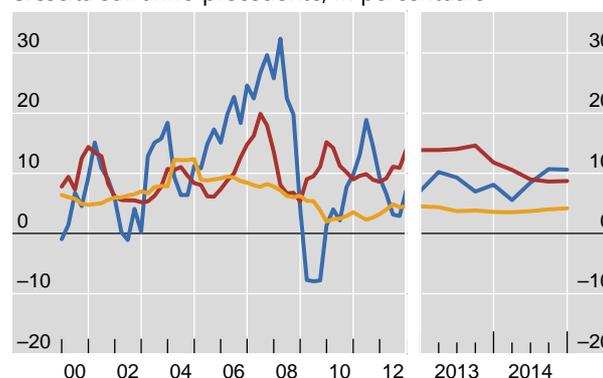
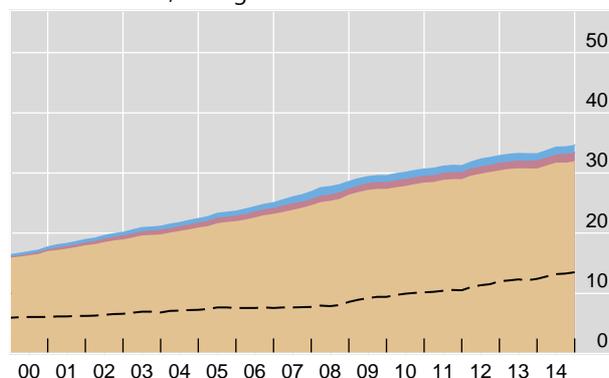
### Credito globale in dollari USA ed euro a favore del settore non bancario

Grafico V.B

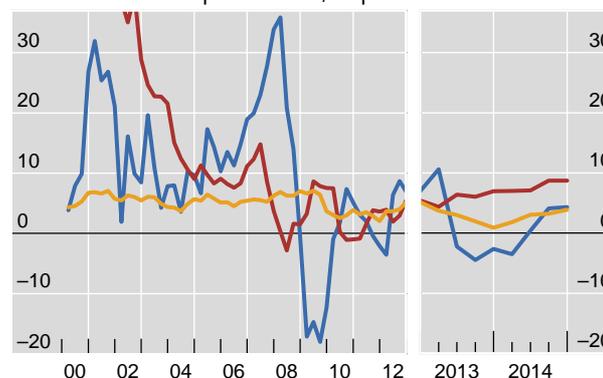
Credito in dollari, in migliaia di miliardi di dollari USA



Crescita sull'anno precedente, in percentuale

Credito in euro, in migliaia di miliardi di dollari USA<sup>1</sup>

Crescita sull'anno precedente, in percentuale



— credito ai residenti<sup>2</sup>  
 - - di cui: credito alle amministrazioni pubbliche  
 Credito ai non residenti:  
 ■ titoli di debito<sup>3</sup>  
 ■ prestiti bancari<sup>4</sup>

— credito ai residenti<sup>2</sup>  
 Credito ai non residenti:  
 ■ titoli di debito<sup>3</sup>  
 ■ prestiti bancari<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Ai tassi di cambio costanti di fine 4° trimestre 2014. <sup>2</sup> Credito a favore del settore non finanziario negli Stati Uniti/nell'area dell'euro, al netto del credito identificato in monete diverse da quella nazionale (prestiti transfrontalieri e prestiti erogati localmente nonché obbligazioni internazionali in essere in monete diverse da quella nazionale). <sup>3</sup> Titoli di debito in essere emessi al di fuori degli Stati Uniti/dell'area dell'euro da soggetti non bancari. <sup>4</sup> Prestiti transfrontalieri e prestiti erogati localmente a favore di soggetti non bancari ubicati al di fuori degli Stati Uniti/dell'area dell'euro. Per la Cina, i prestiti erogati localmente sono desunti dalle statistiche nazionali sui prestiti totali erogati localmente in valuta estera, ipotizzando che l'80% di questi prestiti sia denominato in dollari USA. Per altri paesi non partecipanti alle segnalazioni alla BRI, i prestiti in dollari USA/euro a favore di soggetti non bancari sono approssimati dai prestiti transfrontalieri lordi in dollari USA/euro erogati dall'insieme delle banche dichiaranti alle banche nel paese considerato, ipotizzando che i corrispondenti fondi siano successivamente veicolati a soggetti non bancari. Cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *Economic Policy*, vol. 30, numero 82, aprile 2015, pagg. 189-229.

Fonti: conti finanziari nazionali; Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e statistiche bancarie BRI su base locale.

Il credito globale può essere erogato sotto forma di prestiti bancari o investimenti obbligazionari, ed entrambi hanno una componente interna e una internazionale. Il grafico V.B riporta il debito denominato in dollari e in euro, disaggregato in base alla residenza del debitore. L'80% circa del debito globale in dollari di debitori non finanziari alla fine del 2014 era riconducibile a prenditori residenti negli Stati Uniti (diagramma in alto a sinistra), compresi il settore pubblico, le famiglie e le imprese. Il 19% del credito in dollari (\$9 500 miliardi), invece, era nei confronti di debitori non bancari situati *al di fuori* degli Stati Uniti, i quali risentono dell'orientamento della politica monetaria statunitense al pari dei residenti americani. Lo stock del credito in dollari a non residenti, pari al 13% del PIL non statunitense, supera il corrispondente stock di credito in euro, che si colloca a \$2 700 miliardi (diagramma in basso a sinistra). Rispetto al caso del dollaro, la maggior parte dell'indebitamento in euro avviene all'interno della stessa area valutaria (92%).

La componente del credito internazionale è in generale maggiormente prociclica e volatile. I prestiti bancari internazionali sia in dollari sia in euro hanno superato il credito interno durante il boom precedente alla Grande Crisi Finanziaria, e una volta scoppiata la crisi si sono contratti (grafico V.B, diagrammi di destra). All'indomani della crisi i mercati obbligazionari sono in parte subentrati alle banche, e l'aumento della domanda di finanziamenti è andato di pari passo con quello degli spread sui rendimenti. Dal 2010 la caccia al rendimento ha compresso gli spread e favorito un'impennata delle emissioni che ha contribuito a spingere la quota delle obbligazioni al 46% del credito internazionale. In questa seconda fase della liquidità globale i mercati obbligazionari e l'industria dell'asset management hanno assunto un ruolo di primo piano nel determinare le condizioni della liquidità globale.

① Cfr. BRI, "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015; e [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

## Gli effetti di propagazione internazionale

Negli ultimi anni i tassi di interesse nelle EME e nelle economie avanzate si sono mossi in sintonia con i tassi di interesse nelle grandi economie avanzate, in particolare gli Stati Uniti. Questa stretta correlazione potrebbe rispecchiare la reazione ad andamenti macroeconomici comuni che influiscono su tutti i paesi, ma anche la propagazione internazionale dei tassi di interesse delle grandi economie avanzate. Quest'ultima può trarre origine da politiche esplicite di tasso di cambio oppure da misure intraprese per contrastare le pressioni sui tassi di cambio e sui flussi di capitali dovute ai differenziali di rendimento rispetto alle valute principali, e all'attività di arbitraggio degli investitori internazionali che collega fra di loro i tassi dei mercati dei capitali.

Per far luce su tale questione, viene qui effettuata un'analisi di regressione su un campione di 30 economie emergenti e avanzate nel periodo 2000-14<sup>1</sup>. L'analisi evidenzia l'esistenza di un forte nesso fra le variazioni dei tassi di interesse prevalenti in queste economie e quelle dei tassi di interesse statunitensi, anche tenuto conto delle condizioni macroeconomiche interne e dei cicli economico e finanziario internazionali. Nel caso dei tassi di interesse a breve termine, una variazione di 100 punti base dei tassi USA si associa a una variazione media di 34 punti base per le economie emergenti e quelle avanzate di piccole dimensioni (tabella V.C, prima colonna). Nel caso dei tassi di interesse a lungo termine l'effetto è maggiore: una variazione di 100 punti base del rendimento obbligazionario statunitense si accompagna a una variazione media di 59 punti base dei rendimenti di tali economie (seconda colonna). Oltre ai tassi di interesse USA, anche il grado di avversione al rischio degli investitori internazionali, misurato dall'indice VIX, risulta essere un'importante determinante di questi tassi di interesse.

### Propagazione dei tassi di interesse<sup>1</sup>

Tabella V.C

Variabile esplicativa	Variabile dipendente			
	Variazione tasso a 3 mesi <sup>2</sup>	Variazione rendimento obbligazionario a 10 anni <sup>2</sup>	Scostamento tasso ufficiale <sup>3</sup>	Livello tasso ufficiale <sup>4</sup>
Tasso USA	0,34***	0,59***	0,43***	0,70***
Indice VIX	0,51***	0,21**	1,99***	1,54***
Valore di F per il prodotto e l'inflazione USA <sup>5</sup>	0,24	2,35*	20,80***	6,80***
Valore di F per il prodotto e l'inflazione interni <sup>5</sup>	17,18***	2,09	.	12,60***
R <sup>2</sup>	0,25	0,26	0,45	0,82

<sup>1</sup> Risultati di regressioni su dati panel non bilanciate per 30 economie emergenti e avanzate (Australia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea, Danimarca, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Israele, Malaysia, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Perù, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria) per il periodo campione 1° trimestre 2000-4° trimestre 2014. I simboli \*\*\*/\*\*/\* denotano significatività statistica ai livelli dell'1/5/10% in base a errori standard robusti a cluster. <sup>2</sup> Stima su dati panel dell'equazione  $\Delta r_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 \Delta r_t^{US} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$  dove  $\Delta r_t^i$  indica la variazione sul trimestre precedente del tasso del mercato monetario a tre mesi e del rendimento obbligazionario decennale dell'economia  $i$  e  $\Delta r_t^{US}$  la variazione nel corrispondente tasso statunitense;  $X$  include la variazione nella crescita del PIL reale e dell'inflazione negli Stati Uniti, la variazione logaritmica dell'indice VIX e la variazione nella crescita del PIL reale e dell'inflazione domestiche. <sup>3</sup> Stima su dati panel dell'equazione  $i_t^i - Taylor_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{US} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$ , dove  $i_t^i$  è il tasso ufficiale,  $Taylor_t^i$  il tasso ufficiale implicito in una regola di Taylor normativa (calcolata in base a B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una "Grande Deviazione" globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012, versione integrale disponibile solo in inglese),  $i_t^{US}$  è il tasso sui federal fund e  $X$  include la crescita del PIL reale e l'inflazione statunitensi, nonché l'indice VIX (logaritmo). <sup>4</sup> Stima su dati panel dell'equazione  $i_t^i = \beta_0 + \alpha_0^i + \beta_1 i_t^{US} + \beta_2 X_t^i + \varepsilon_t^i$  dove  $X$  include la crescita del PIL reale e l'inflazione statunitensi, l'indice VIX (logaritmo), nonché l'inflazione domestica e l'output gap domestico (calcolato utilizzando un filtro Hodrick-Prescott standard). <sup>5</sup> Verifica F dell'ipotesi nulla secondo cui i coefficienti delle variabili sono pari a zero.

In aggiunta, il livello persistentemente basso dei tassi ufficiali su scala mondiale osservato dai primi anni 2000 rispetto ai livelli impliciti nella regola di Taylor (grafico V.3) riflette, almeno in parte, l'effetto dei bassi tassi ufficiali prevalenti negli Stati Uniti nello stesso periodo. Più specificamente, una riduzione di 100 punti base del tasso sui federal fund comporta una riduzione di 43 punti base dei tassi ufficiali delle EME e delle altre economie avanzate rispetto ai valori impliciti in una regola di Taylor normativa standard (tabella V.C, terza colonna). La stima di una regola di Taylor descrittiva evidenzia un impatto ancora maggiore, pari a circa 70 punti base, del tasso ufficiale USA (quarta colonna). In sintesi, questi risultati segnalano la presenza di una relazione causale economicamente significativa fra i tassi di interesse statunitensi e i tassi di interesse nei mercati emergenti e nelle altre economie avanzate.

① Cfr. B. Hofmann ed E. Takáts, "International monetary spillovers", *Rassegna trimestrale BRI*, di prossima pubblicazione.

## Effetti di valutazione dell'apprezzamento del dollaro

Questo riquadro si serve dell'esempio della Corea per illustrare come l'apprezzamento del dollaro possa tradursi in guadagni di ricchezza per l'insieme dei non residenti negli Stati Uniti ma rappresentare al tempo stesso un inasprimento delle condizioni finanziarie per le imprese non statunitensi che si sono finanziate in dollari. Nella fattispecie, il settore pubblico coreano può trarre vantaggio dell'apprezzamento del dollaro senza dover adeguare la spesa, mentre il settore societario coreano può perdere valore netto e trovarsi alle prese con una riduzione del credito.

È ormai ben noto che l'apprezzamento del dollaro accresce le passività nette internazionali degli Stati Uniti<sup>1</sup>. Ciò avviene perché i residenti statunitensi detengono nei confronti del resto del mondo un quantitativo di passività in dollari che supera le corrispondenti attività in misura pari al 39% del PIL. Con l'apprezzamento del dollaro nel 2014, la posizione patrimoniale netta sull'estero statunitense è calata da -\$5 400 a -\$6 900 miliardi, poiché le attività USA hanno smesso di crescere in termini di dollari nonostante l'aumento delle valutazioni in moneta locale. La differenza di \$1 500 miliardi equivaleva a oltre tre volte il conto corrente, pari a \$410 miliardi. Di conseguenza, la ricchezza del resto del mondo è cresciuta.

In linea con il profilo tipico per il resto del mondo, la posizione patrimoniale netta sull'estero della Corea nel suo complesso è stata favorita dall'apprezzamento del dollaro. Ciò nonostante, è possibile che le imprese coreane indebitate in dollari abbiano subito un calo del loro valore netto. Nell'insieme, la modesta posizione positiva sull'estero del paese (\$82 miliardi nella tabella V.D) evidenziava attività nette in valuta estera per \$719 miliardi, detenute per oltre la metà dal settore ufficiale (attività di riserva per \$364 miliardi) e in misura considerevole da investitori istituzionali (attività di portafoglio per \$204 miliardi). Una parte significativa delle passività per investimenti di portafoglio e delle altre passività in valuta estera (\$348 miliardi), nonché \$65 miliardi di prestiti in valuta estera erogati da banche in Corea, sono detenuti dal settore societario. I dati BRI riportano inoltre \$7 miliardi di obbligazioni perlopiù in dollari emesse da affiliate offshore di società non finanziarie coreane, cui si aggiunge il credito bancario offshore. I guadagni di parte ufficiale che comporta l'apprezzamento del dollaro non vengono trasmessi alle imprese, che invece perdono valore netto.

### Attività e passività sull'estero della Corea, a fine 2014<sup>1</sup>

Tabella V.D

	Attività	Passività	Attività nette
In moneta locale	13	650	-637
Investimenti diretti	.	182	-182
Investimenti di portafoglio	2	441	-439
Altre <sup>1</sup>	10	27	-17
In valuta estera	1 068	348	719
Investimenti diretti	259	.	259
Investimenti di portafoglio	204	149	55
Altre <sup>1</sup>	242	199	42
Attività di riserva	364	.	364
Totale	1 080	998	82

<sup>1</sup> Inclusi i derivati finanziari.

Fonte: Bank of Korea.

Molte analisi delle posizioni patrimoniali internazionali, e in particolare dell'assicurazione offerta dalle riserve ufficiali, risentono implicitamente di una fallacia della divisione, per cui quel che vale per il tutto vale anche per le singole parti. Quando la moneta nazionale si deprezza, in assenza di trasferimenti – che presenterebbero peraltro un elevatissimo azzardo morale – i guadagni del settore pubblico non compensano le perdite delle imprese. Queste ultime dovranno adeguare le decisioni di spesa e di assunzione. E laddove le autorità decidessero infine di impiegare le riserve internazionali per fornire liquidità in dollari alle banche e alle imprese, il loro intervento potrebbe soltanto seguire eventi negativi che hanno già presentato un conto salato.

① Cfr. C. Tille, "The impact of exchange rate movements on US foreign debt", Federal Reserve Bank di New York, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9, n. 1, gennaio 2003.

## Consolidamento della posizione sull'estero degli Stati Uniti

La macroeconomia internazionale si basa in gran parte sul presupposto che i confini nazionali delimitino zone valutarie ed entità decisionali. Proprio come la contabilità nazionale, essa assume che tali confini definiscano il territorio economico di pertinenza: le diverse valute non competono all'interno di un dato paese e le imprese operano esclusivamente all'interno dei confini nazionali. In realtà, entrambi questi presupposti sono errati. Non solo il dominio delle principali valute si estende al di là della giurisdizione di emissione (riquadri V.A e V.B), ma le società multinazionali, finanziarie o non finanziarie, operano al di là dei confini nazionali. Il management si concentra sui profitti e i rischi a livello di gruppo, e i bilanci coprono più paesi. Una prospettiva consolidata riflette pertanto meglio l'estensione delle società multinazionali e la portata dell'integrazione internazionale.

### La posizione patrimoniale sull'estero degli Stati Uniti: da una base locale a una base consolidata

In miliardi di dollari a fine 2012

Tabella V.E

	Locali		Consolidate	
	Attività	Passività	Attività	Passività
<b>Segnalate dalle banche</b>				
Posizioni transfrontaliere	3 898	3 633	.	.
Banche statunitensi, consolidate <sup>1</sup>	.	.	3 330	2 958
Banche estere <sup>2</sup>	.	.	2 465	3 150
<b>Investimenti diretti</b>				
Posizioni transfrontaliere	5 078	3 057	.	.
Società multinazionali statunitensi <sup>3</sup>	.	.	20 250	15 173
Multinazionali estere <sup>4</sup>	.	.	6 863	9 920
Investimenti di portafoglio	7 531	8 446	7 531	8 446
Non segnalate dalle banche <sup>5</sup>	845	657	1 491	782
Nella valuta statunitense	.	454	.	454
Attività e passività ufficiali	666	5 692	666	5 692
Totale <sup>6</sup>	18 018	21 940	42 596	46 575
<i>Per memoria: somma di attività e passività</i>	39 957		89 171	

<sup>1</sup> Le attività estere delle banche statunitensi sono tratte dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo (tabella 9D); le loro passività estere sono stimate come somma delle passività locali delle banche statunitensi in qualunque valuta contabilizzate al di fuori degli Stati Uniti e delle passività transfrontaliere di queste stesse banche nei confronti di soggetti non affiliati, esclusi i residenti negli Stati Uniti e al netto delle passività nei confronti delle istituzioni monetarie ufficiali contabilizzate negli Stati Uniti (già comprese all'interno delle "passività ufficiali"). <sup>2</sup> Le passività locali delle banche di proprietà estera operanti negli Stati Uniti figurano dal lato dell'attivo, essendo nei confronti di residenti statunitensi. Inversamente, le loro attività nei confronti di residenti statunitensi sono considerate passività statunitensi. Di conseguenza, le attività statunitensi consolidate sono le passività locali in moneta locale delle banche estere nei confronti di residenti statunitensi, mentre le passività statunitensi consolidate sono le attività locali in moneta locale delle banche estere nei confronti di residenti statunitensi. <sup>3</sup> Attività totali delle affiliate estere di società statunitensi, considerando l'insieme dei settori ad eccezione del settore bancario. Le passività imputate equivalgono alle attività totali meno la posizione per investimenti diretti. <sup>4</sup> Attività totali delle affiliate statunitensi di società estere, considerando l'insieme dei settori ad eccezione del settore bancario. Le passività imputate equivalgono alle attività totali meno la posizione per investimenti diretti. Le attività delle affiliate figurano come passività estera statunitense e viceversa. <sup>5</sup> Attività e passività finanziarie segnalate da soggetti non bancari, compreso credito al commercio. Le colonne "Consolidate" contengono anche le attività e passività che le banche negli Stati Uniti detengono in custodia per conto di entità non bancarie domestiche. <sup>6</sup> Al netto dei derivati finanziari.

Fonti: Bureau of Economic Analysis statunitense; statistiche bancarie internazionali BRI; elaborazioni BRI.

Questo riquadro prende l'esempio degli Stati Uniti per illustrare come una visione consolidata delle attività e passività sull'estero differisca dalla posizione patrimoniale sull'estero ufficiale registrata sulla base della residenza, che è il criterio di definizione utilizzato nella contabilità nazionale e nelle statistiche di bilancia dei pagamenti. Le attività e passività contabilizzate secondo questo criterio sono denominate "locali" nelle prime due colonne della tabella V.E. Il processo di consolidamento ricollega la posizione patrimoniale alla nazionalità del detentore, anziché al luogo in cui vengono contabilizzate attività e passività. Ciò equivale a ridisegnare i confini degli Stati Uniti, includendo la posizione sull'estero delle società di proprietà statunitense ed escludendo la posizione sull'interno delle società estere. Il consolidamento viene qui effettuato per il settore bancario e per quello delle società non bancarie (società multinazionali).

Il primo passo consiste nel sostituire le posizioni sull'estero delle banche con i dati consolidati della BRI (le tre righe sotto alla dicitura "segnalate dalle banche" nella tabella V.E). Ciò consente di eliminare tutte le attività transfrontaliere di, ad esempio, BNP Paribas New York verso il resto del mondo (che sono attività francesi), e di aggiungere le attività estere consolidate di JPMorgan, portando a un totale di \$3 330 miliardi per l'insieme delle banche dichiaranti statunitensi. Analogamente, dal lato delle passività, si eliminano tutte le passività transfrontaliere di BNP Paribas New York, e si aggiungono le passività estere globali di JPMorgan, ottenendo una stima di \$2 958 miliardi per le banche statunitensi. Inoltre, le operazioni locali negli Stati Uniti delle banche estere, che non fanno parte della posizione sull'estero degli Stati Uniti, accrescono ancora rispettivamente le attività e passività consolidate statunitensi nella misura in cui i residenti USA forniscono fondi (\$2 465 miliardi) a, o ricevono fondi (\$3 150 miliardi) da dipendenze statunitensi di banche estere. Il consolidamento delle banche fa salire la somma di attività e passività estere statunitensi da \$40 000 miliardi (posizione patrimoniale sull'estero) a \$45 000 miliardi.

Il secondo passo consiste nel consolidare in modo analogo, anche se più grezzo a causa della limitatezza dei dati, le società multinazionali di proprietà estera (escluse le banche). Le posizioni attive e passive per investimenti diretti transfrontalieri dei soggetti non bancari sono sostituite rispettivamente dalle attività totali (più ingenti) delle multinazionali statunitensi al di fuori degli Stati Uniti e da quelle delle multinazionali estere negli Stati Uniti (righe sotto la dicitura "Investimenti diretti" nella tabella V.E). Si elimina ad esempio la partecipazione di General Electric al capitale della sua sussidiaria francese e si aggiungono le attività totali della stessa sussidiaria, portando a un totale di \$20 250 miliardi per l'insieme di tutte le multinazionali di proprietà statunitense. Queste attività superano i corrispondenti diritti di partecipazione (costituiti da \$5 078 miliardi di azioni e strumenti debitori affini alle azioni fra affiliate nella posizione patrimoniale sull'estero) poiché le multinazionali statunitensi raccolgono fondi anche all'estero; queste passività (stimate a \$15 173 miliardi) vanno a loro volta ad aggiungersi alle passività estere statunitensi. Come per le multinazionali non residenti negli Stati Uniti, viene rimossa la partecipazione della società francese Total nella sua sussidiaria statunitense e vengono aggiunte le sue attività statunitensi, portando a un totale di \$9 920 miliardi per le multinazionali estere. Le passività delle multinazionali estere (\$6 863 miliardi) contano come attività sull'estero statunitensi. Così facendo si sestuplicano le attività e passività detenute direttamente dalle società, ma restano invariate le attività nette statunitensi.

Complessivamente, il consolidamento delle banche e delle società multinazionali fa più che raddoppiare la posizione lorda sull'estero degli Stati Uniti. Il totale delle attività e passività statunitensi sull'estero balza da \$40 000 miliardi in base alla posizione patrimoniale sull'estero a \$89 000 miliardi se stimate su base consolidata. L'esempio serve a comprendere che l'economia statunitense è più aperta, e la sua posizione patrimoniale più ampia di quanto appaia dai dati di bilancia dei pagamenti. Il calcolo del conto corrente USA, per contro, non dovrebbe risentire del consolidamento, poiché gli utili esteri sono contabilizzati nel reddito netto da investimenti indipendentemente dal fatto che siano rimpatriati o meno.

## VI. Rischi vecchi e nuovi nel panorama finanziario

I cambiamenti della percezione del rischio, i nuovi schemi di regolamentazione e i tassi di interesse persistentemente bassi nelle economie avanzate hanno plasmato il comportamento e i modelli operativi delle istituzioni finanziarie dopo la crisi. Le banche stanno ancora adattandosi alle nuove disposizioni regolamentari e adoperandosi per riconquistare la fiducia dei mercati, mentre gli investitori istituzionali ridimensionano le esposizioni tradizionali. Contestualmente, la crescente influenza degli asset manager sta ridefinendo i contorni del rischio sistemico.

Le banche delle economie sviluppate continuano a registrare risultati peggiori rispetto a quelle delle economie emergenti (EME). Gli istituti bancari hanno destinato buona parte dei loro utili al miglioramento dei coefficienti patrimoniali, il che fa ben sperare per il futuro. Tuttavia, nonostante questi miglioramenti, i mercati rimangono scettici sugli intermediari che operano in un contesto difficile a fronte di bassi tassi di interesse e di un'attività economica sottotono. Laddove persistano, tali condizioni sono destinate a erodere i profitti e ad accrescere ulteriormente l'esposizione delle banche al rischio di tasso di interesse, mettendo in discussione la loro capacità di tenuta. Per contro, le banche godono ancora della fiducia dei mercati nelle EME, dove le condizioni interne favorevoli continuano a celare i crescenti squilibri finanziari (Capitolo III).

La fase prolungata di bassi tassi di interesse è stata particolarmente difficile per gli investitori istituzionali. A fronte della lievitazione dei valori delle passività e dei rendimenti modesti delle attività, le compagnie di assicurazione hanno sperimentato nuove strategie di investimento e trasferito sempre più spesso i rischi alla clientela. Sebbene sinora siano state efficaci, queste misure potrebbero non bastare a contrastare i futuri effetti negativi della stabilizzazione delle valutazioni azionarie e dell'erosione dei rendimenti nei mercati del reddito fisso. Di fronte a difficoltà simili, i fondi pensione stanno registrando disavanzi ampi e crescenti, che potrebbero incidere negativamente sull'economia reale.

L'attività di intermediazione svolta dai mercati dei capitali ha colmato il vuoto lasciato dalle banche in difficoltà. In particolare, il settore dell'asset management è cresciuto rapidamente, sostenendo l'attività economica, ma creando al tempo stesso nuovi rischi. Quand'anche queste società di gestione operino con un basso grado di leva, i loro mandati di investimento possono dar luogo a comportamenti affini alla leva finanziaria, che amplificano e propagano le tensioni. Negli ultimi anni gli asset manager hanno risposto alle esigenze degli investitori a caccia di rendimento dirigendo gli investimenti alle economie emergenti. Ciò ha alimentato ulteriormente i boom finanziari in queste aree, probabilmente acuendo le vulnerabilità. Più in generale, l'impatto potenziale delle società di asset management sulla stabilità finanziaria ha spinto le autorità a tenerle sotto osservazione.

Il presente capitolo è articolato come segue. Dopo una disamina dei risultati recenti delle banche e dei progressi nel rafforzamento della loro solidità, la prima sezione analizza le sfide a medio termine. Le due sezioni seguenti contengono analisi simili dedicate alle compagnie assicurative e ai fondi pensione. L'ultima sezione descrive le nuove tipologie di rischio create dal settore dell'asset management e tratta delle possibili risposte delle autorità.

## Banche: le sfide provocate o mascherate dalle percezioni del mercato

La performance delle banche è stata influenzata dalle condizioni divergenti nelle economie avanzate e in quelle emergenti. Per quanto i loro profitti abbiano risentito della crescita economica moderata, dei bassi tassi di interesse e degli elevati costi dovuti a contenziosi, le banche delle economie avanzate hanno rafforzato i propri bilanci in risposta alle riforme regolamentari. Tuttavia, il persistente scetticismo del mercato ha minato il loro vantaggio in termini di costi di raccolta, che rappresenta la base stessa della loro funzione di intermediazione. Per contro, le banche delle EME hanno mantenuto la fiducia dei mercati e beneficiato dei boom finanziari interni, alcuni dei quali sono ormai in fase avanzata.

### Risultati reddituali e iniziative per ricostituire la solidità finanziaria

Il settore bancario ha registrato risultati eterogenei negli ultimi sei anni. Mentre gli utili delle banche statunitensi sono stati elevati e solidi, quelli di molti istituti europei sono stati nel 2014 nettamente inferiori ai livelli registrati nell'immediato dopo-crisi (tabella VI.1). Parallelamente il reddito netto da interessi, la principale

#### Redditività delle maggiori banche

In percentuale delle attività totali

Tabella VI.1

	Utile lordo di imposta				Margine di interesse netto				Accantonamenti per perdite su crediti			
	2009 -10	2011 -12	2013	2014	2009 -10	2011 -12	2013	2014	2009 -10	2011 -12	2013	2014
Australia (4)	1,04	1,18	1,27	1,28	1,89	1,82	1,78	1,75	0,43	0,20	0,17	0,11
Canada (6)	0,84	1,05	1,05	1,06	1,63	1,63	1,65	1,60	0,34	0,20	0,17	0,16
Francia (4)	0,31	0,23	0,32	0,22	1,02	0,98	0,89	0,82	0,30	0,21	0,20	0,15
Germania (4)	0,11	0,14	0,10	0,18	0,85	0,87	0,99	0,91	0,22	0,13	0,17	0,10
Giappone (5)	0,14	0,55	0,59	0,70	1,01	0,89	0,83	0,81	0,37	0,10	0,08	0,02
Italia (3)	0,36	-0,61	-1,32	-0,06	1,84	1,71	1,59	1,57	0,70	0,79	1,48	1,06
Regno Unito (6)	0,27	0,26	0,22	0,39	1,15	1,10	1,08	1,14	0,74	0,38	0,35	0,11
Spagna (3)	1,00	0,35	0,47	0,73	2,44	2,36	2,32	2,29	0,92	1,15	0,96	0,80
Stati Uniti (9)	0,58	0,95	1,24	1,11	2,69	2,41	2,32	2,23	1,52	0,47	0,21	0,20
Svezia (4)	0,48	0,64	0,74	0,75	0,96	0,87	0,95	0,88	0,29	0,06	0,07	0,06
Svizzera (3)	0,41	0,18	0,38	0,29	0,55	0,57	0,73	0,78	0,05	0,01	0,01	0,01
Brasile (3)	2,29	1,66	1,38	1,66	5,37	4,51	3,84	3,76	1,54	1,29	1,20	0,98
Cina (4)	1,51	1,78	1,86	1,83	2,12	2,37	2,38	2,45	0,26	0,27	0,25	0,33
India (3)	1,37	1,41	1,41	1,15	2,28	2,78	2,82	2,81	0,46	0,60	0,57	0,68
Russia (3)	1,22	2,60	2,04	0,96	5,12	4,16	4,15	3,49	2,98	0,28	0,79	1,58

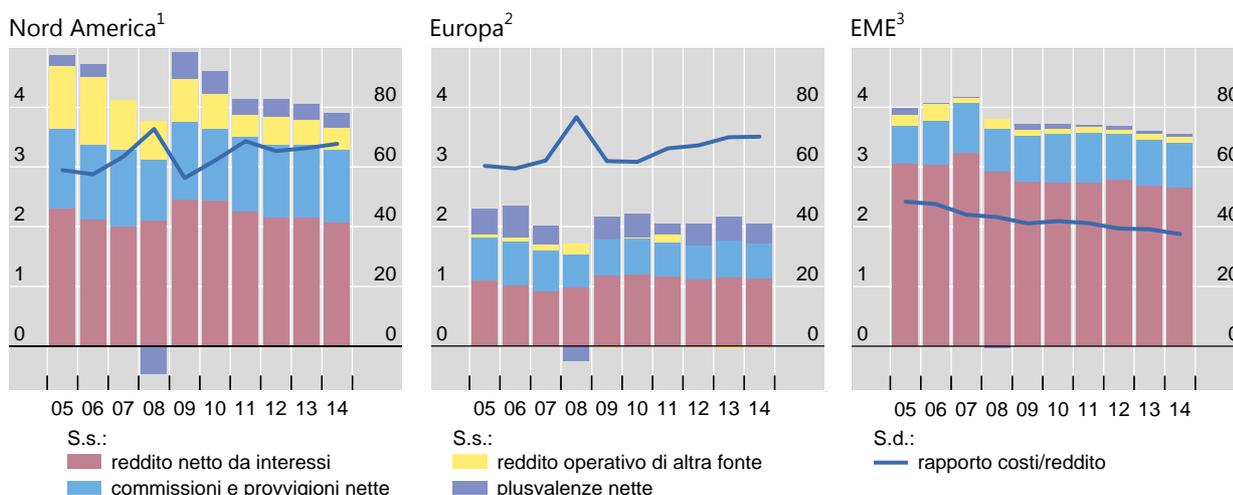
I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici; fra parentesi è riportato il numero di banche considerate.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

## La redditività del settore bancario è contenuta

Valori percentuali

Grafico VI.1



Cfr. la tabella VI.1 per il numero di banche in ciascun gruppo. Ricavi segnalati in rapporto al totale dell'attivo.

<sup>1</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>2</sup> Francia, Germania, Italia, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera. <sup>3</sup> Brasile, Cina, India e Russia.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

fonte di ricavi delle banche, si è lievemente ridotto su entrambe le sponde dell'Atlantico (grafico VI.1, diagramma a sinistra e diagramma centrale). Poiché i modesti ricavi non sono stati controbilanciati da riduzioni delle spese operative, i rapporti costi/ricavi delle banche delle economie avanzate sono progressivamente saliti tra il 2009 e il 2014 (linee blu). Per converso, le banche delle EME hanno registrato un calo di tali rapporti e, ad eccezione degli istituti russi, hanno mantenuto utili elevati.

I profitti sono stati la principale determinante dei costanti miglioramenti del patrimonio di vigilanza delle banche sia delle economie avanzate sia delle EME. Agli utili non distribuiti è riconducibile gran parte dell'incremento del 45% del patrimonio Core Equity Tier 1 (CET1) delle grandi banche tra la metà del 2011 e la metà del 2014 (grafico VI.2, linea rossa). A fronte di un lieve calo delle attività ponderate per il rischio, i corrispondenti coefficienti regolamentari CET1 sono saliti in misura compresa fra il 7 e l'11% circa nello stesso periodo. Per poter rappresentare un miglioramento inequivocabile della capacità di tenuta delle banche, il calo dei pesi di rischio medi, indicato dal crescente divario tra la linea blu e quella gialla, dovrebbe riflettere un approccio prudente che favorisca i prenditori meno rischiosi.

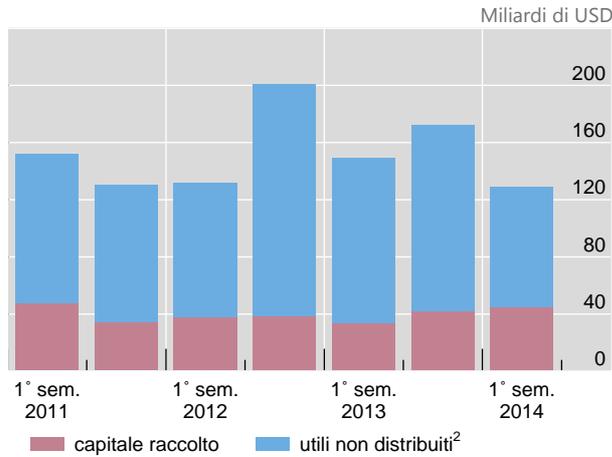
Alcune scelte strategiche denotano effettivamente una maggiore prudenza. Ad esempio, dopo la crisi la rivalutazione del rapporto fra costi e benefici ha indotto numerose banche a ridurre o ad annunciare un ridimensionamento delle unità di investment banking. Questa ricalibrazione dei modelli di business ha contribuito a una riduzione dell'attività di market-making (riquadro VI.A). Analogamente, le lezioni della crisi e la recente profonda riforma della regolamentazione hanno indotto le banche a muoversi con cautela nei mercati delle cartolarizzazioni (cfr. anche il riquadro VI.B).

Ciò nonostante, permangono timori che il calo generale dei pesi di rischio sia in parte il risultato di comportamenti opportunistici. Per economizzare capitale, le

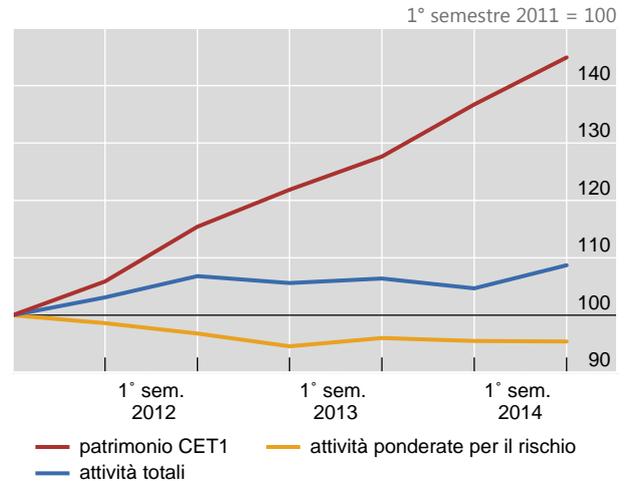
## Le banche costituiscono riserve di capitale<sup>1</sup>

Grafico VI.2

Fonti di patrimonio CET1



Evoluzione delle posizioni patrimoniali delle banche<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Banche con operatività internazionale aventi un patrimonio Tier 1 superiore a €3 miliardi; CET1 = Core Equity Tier 1. <sup>2</sup> Utili netti di imposta meno dividendi sulle azioni ordinarie. <sup>3</sup> In base alle definizioni di Basilea 3.

Fonti: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basel III Monitoring Report*, marzo 2015; elaborazioni BRI.

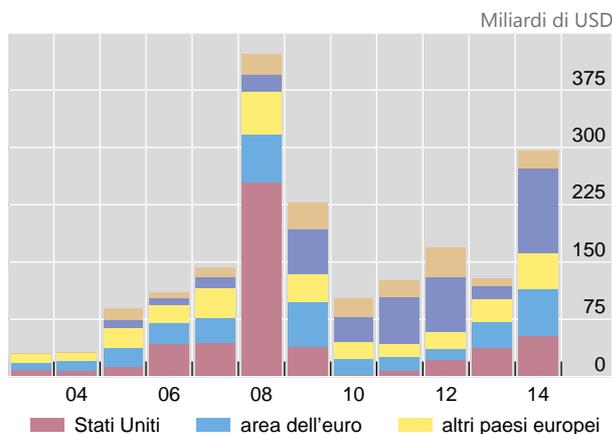
banche hanno un incentivo a orientare al ribasso le loro stime sul rischio. Per rassicurare investitori e osservatori che le banche non cedano a questo incentivo, le autorità di vigilanza devono essere in una posizione tale da poter convalidare le stime di rischio in modo regolare, trasparente e convincente.

Dal lato del passivo, le banche hanno approfittato dei bassi tassi di interesse per emettere titoli nella parte intermedia della struttura patrimoniale, atti quindi ad assorbire le perdite (grafico VI.3, diagramma di sinistra). Le emissioni nette di debito subordinato e azioni privilegiate, i cosiddetti strumenti finanziari "mezzanine", hanno registrato un'impennata nel 2008, principalmente per effetto delle

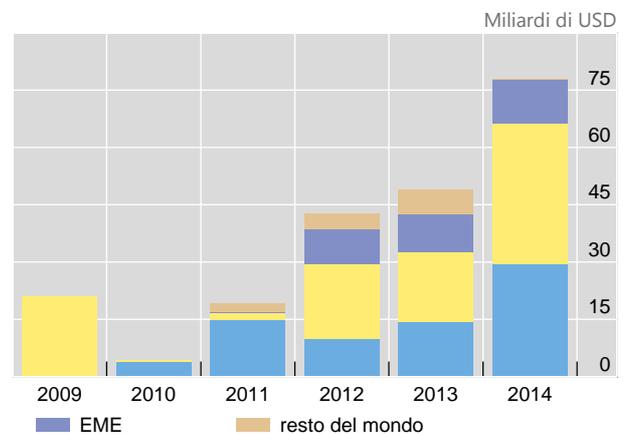
## Le banche accrescono la capacità di assorbimento delle perdite

Grafico VI.3

Strumenti mezzanine<sup>1</sup>



Emissioni di CoCo



<sup>1</sup> Comprese obbligazioni di qualità elevata (investment grade) e azioni privilegiate.

Fonti: Bloomberg; Dealogic; elaborazioni BRI.

ricapitalizzazioni promosse dal governo statunitense. Successivamente, gran parte delle emissioni nette è provenuta dalle banche europee e da quelle delle EME, con un calo temporaneo nel 2013 dovuto all'anticipazione di nuovi standard prudenziali in Cina. Parte delle emissioni di strumenti mezzanine a livello mondiale è costituita da obbligazioni contingent convertible (CoCo) che possono essere computate nel patrimonio di vigilanza (grafico VI.3, diagramma di destra). Finora le emissioni di CoCo sono state confinate a un modesto numero di banche in alcuni paesi.

Sebbene buona parte degli strumenti mezzanine collocati dalle banche non sarà computabile nel patrimonio di vigilanza, il recente incremento delle emissioni è in linea con le nuove iniziative delle autorità volte a razionalizzare la risoluzione delle banche in fallimento. Un documento consultivo del Financial Stability Board illustra le modalità con cui le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) dovrebbero costituire capacità di assorbimento delle perdite in caso di risoluzione. Queste proposte puntano ad assicurare che le ristrutturazioni bancarie avvengano in modo ordinato, e quindi a ridurre le ripercussioni sistemiche dei fallimenti nonché l'onere per i contribuenti (riquadro VI.C).

## Sfide e rischi a venire

Il periodo prolungato di bassi tassi di interesse nelle economie avanzate offusca le prospettive delle banche. Poiché in tali condizioni il costo dei depositi e di altre forme di provvista raggiunge rapidamente la soglia minima, il calo dei rendimenti sui titoli di nuova acquisizione, la compressione dei premi a termine e la diminuzione dei tassi attivi in mercati dei prestiti competitivi erodono progressivamente il reddito netto da interessi (riquadro VI.D). La conseguente flessione della redditività potrebbe indebolire la principale fonte di capitale, ossia gli utili non distribuiti, e di conseguenza anche la capacità di tenuta delle banche.

Un livello persistentemente basso dei tassi di interesse, inoltre, accresce l'esposizione delle banche al rischio di rialzo dei tassi. Proprio come il calo dei rendimenti ha spinto verso l'alto le valutazioni negli ultimi anni, l'inevitabile normalizzazione potrebbe generare perdite. Il patrimonio netto delle banche si ridurrebbe, in quanto il valore delle loro passività a breve duration è perlopiù insensibile alle variazioni dei tassi di interesse. Ciò contrasta con i benefici che un aumento dei tassi di interesse ha per gli assicuratori del ramo vita e per i fondi pensione, le cui attività hanno in genere duration nettamente più brevi delle rispettive passività (cfr. infra). Sottolinea inoltre l'importanza delle iniziative delle autorità volte a costituire presidi regolamentari contro il rischio di tasso di interesse nel portafoglio bancario.

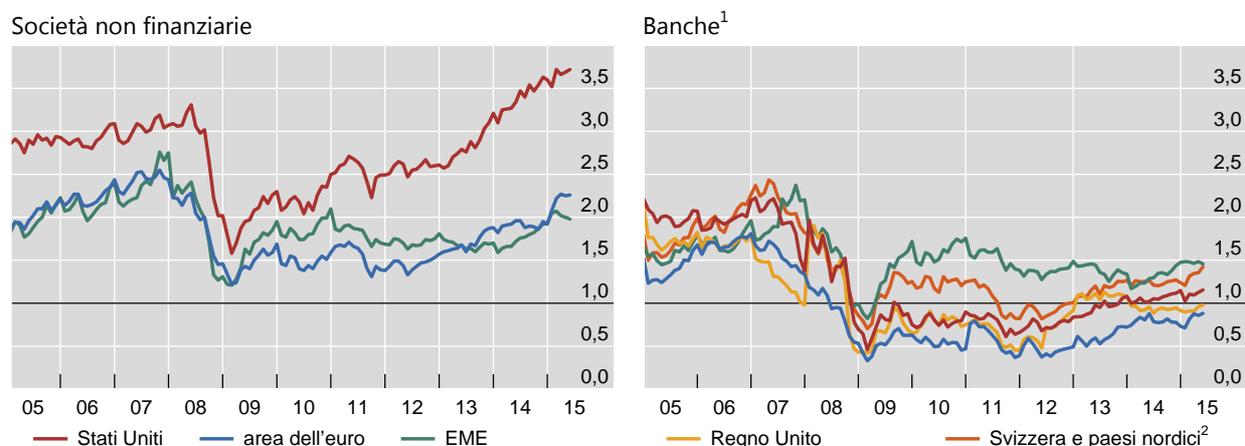
Le perdite su crediti osservate di recente indicano che le sfide di alcune banche delle economie avanzate vanno al di là dei margini di profitto e del rischio di tasso di interesse. In particolare, grandi banche italiane e spagnole hanno ripetutamente registrato sul loro portafoglio crediti perdite nettamente superiori a quelle delle concorrenti (tabella VI.1). Studi di settore attribuiscono solo una parte delle perdite del 2014 al risanamento dei bilanci indotto dalla verifica della qualità degli attivi della BCE, evidenziando anzi che le perdite potrebbero aumentare ancora prima di ridursi.

Gli indicatori basati sulle quotazioni segnalano che i mercati hanno un'opinione meno favorevole delle banche delle economie avanzate rispetto a quelle delle EME. Nel contesto di generale ottimismo, ravvisabile negli elevati rapporti tra prezzo e valore di libro (price-to-book) delle azioni del settore non finanziario (grafico VI.4,

## I mercati azionari denotano un clima di scetticismo riguardo alle banche

Rapporti price-to-book

Grafico VI.4

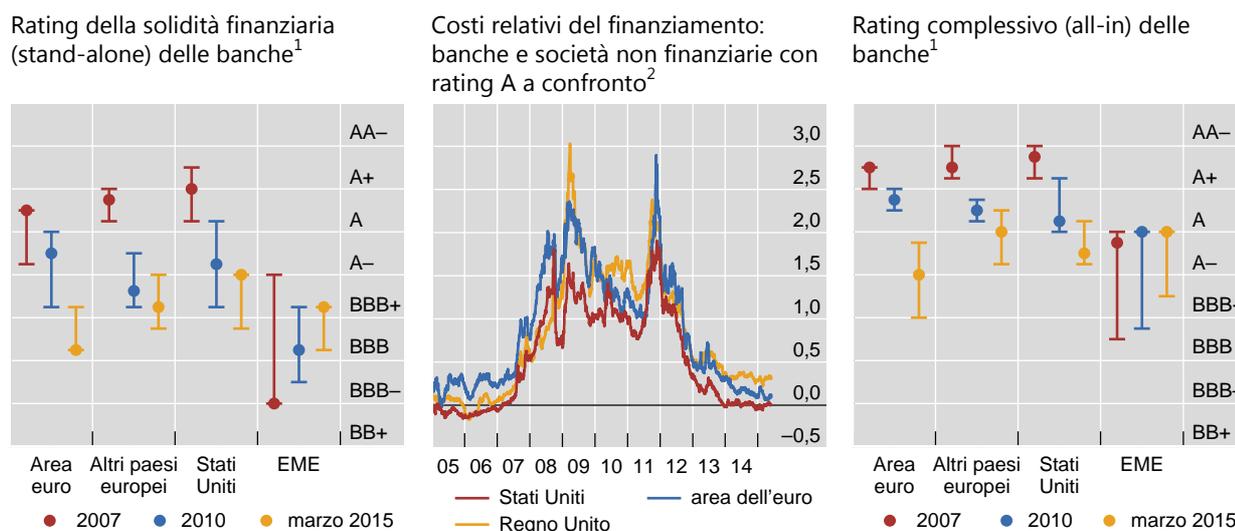


<sup>1</sup> Gli aggregati sono calcolati come capitalizzazione complessiva di mercato delle istituzioni con sede legale in una particolare regione, divisa per il valore contabile totale corrispondente delle passività. <sup>2</sup> Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Datastream; elaborazioni BRI.

diagramma di sinistra), gli investitori azionari sembrano poco entusiasti nei confronti delle banche statunitensi, svizzere e dei paesi nordici e piuttosto pessimisti sulle banche britanniche e dell'area dell'euro (diagramma di destra). Di analogo parere sono le agenzie di rating: i rating della solidità finanziaria o stand-alone, che misurano la capacità di tenuta in assenza di sostegno esterno, si sono nettamente deteriorati durante le crisi dei subprime e del debito sovrano sia per le banche europee sia per quelle statunitensi, e da allora non si sono più ripresi (grafico VI.5, diagramma di sinistra). Per contro, le banche delle EME vantano in media rapporti price-to-book elevati e un rating stand-alone in crescita. Rimane da vedere, tuttavia, se questo voto di fiducia sarà mantenuto anche in caso di deterioramento delle condizioni locali (Capitolo III).

Non riuscendo a rassicurare i mercati, le banche delle economie avanzate hanno perso negli ultimi anni gran parte del loro vantaggio in termini di raccolta, un fattore cruciale per il loro successo. Due determinanti che tendono ad autorafforzarsi sono responsabili di questa perdita di terreno. In primo luogo, la maggiore incertezza sulle banche delle economie avanzate sia durante sia dopo la crisi finanziaria ha indotto gli operatori ad applicare loro un premio significativo rispetto alle società non finanziarie (SNF) con rating analogo fino al 2012 (grafico VI.5, diagramma centrale). Tale premio si è ridotto successivamente, ma incide ancora sulle banche dell'area dell'euro e, soprattutto, del Regno Unito. In secondo luogo, mentre i rating delle SNF sono rimasti perlopiù stabili dalla crisi, le banche hanno registrato un protratto deterioramento dei propri rating complessivi (all-in), che valutano sia la solidità finanziaria intrinseca sia il sostegno esterno (grafico VI.5, diagramma di destra). La conseguente perdita del vantaggio di raccolta potrebbe in parte spiegare il declino delle tradizionali attività di intermediazione delle banche e la concomitante ascesa delle fonti di finanziamento del mercato dei capitali (cfr. infra).



<sup>1</sup> I trattini corrispondono rispettivamente al 20° e all'80° percentile ponderato per le attività; il punto rappresenta la mediana ponderata per le attività. In base ai rating della solidità finanziaria (financial strength rating, diagramma di sinistra) e ai rating complessivi a lungo termine (long-term issuer rating, diagramma di destra) assegnati alle banche da Moody's. <sup>2</sup> Differenziale corretto per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) di un sottoindice bancario, meno differenziale corrispondente di un sottoindice di imprese non finanziarie, diviso per il differenziale del sottoindice di imprese non finanziarie. I sottoindici comprendono le attività in moneta locale.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Fitch Ratings; Moody's; elaborazioni BRI.

La recente crisi del debito sovrano, unitamente al trattamento prudentiale delle esposizioni sovrane da parte delle autorità nazionali, ha contribuito a una diminuzione del credito alle imprese da parte delle banche europee<sup>1</sup>. Contrariamente alla filosofia di base degli standard prudenziali internazionali, le autorità nazionali hanno permesso che i requisiti sulle esposizioni nei confronti dei rispettivi soggetti sovrani fossero meno stringenti di quelli applicati alle esposizioni verso imprese con caratteristiche di rischio simili ( riquadro VI.E). Pertanto, quando i premi per il rischio sui titoli di Stato si sono impennati durante la crisi del debito sovrano, i connessi coefficienti patrimoniali e di liquidità sono rimasti pressoché invariati. Le banche dell'area dell'euro, in particolare, hanno approfittato delle conseguenti opportunità di profitto, sostituendo il credito alle imprese con obbligazioni sovrane. A fare le spese di questa dislocazione del credito sono stati soprattutto i soggetti che non avevano accesso ai mercati dei capitali, come le piccole e medie imprese.

## Compagnie di assicurazione: alle prese con i venti contrari dei bassi tassi di interesse

Sebbene nel settore bancario l'impatto dei bassi tassi di interesse non si sia ancora manifestato appieno, in quello assicurativo ha già provocato serie difficoltà. Da una parte, la persistenza di bassi tassi di interesse ha inciso negativamente sulla redditività delle compagnie di assicurazione, deprimendo il rendimento sui nuovi

<sup>1</sup> Cfr. B. Becker e V. Ivashina, "Financial repression in the European sovereign debt crisis", Swedish House of Finance, *Research Paper*, n. 14-13.

investimenti. Contestualmente, le nuove regole contabili per l'attualizzazione delle prestazioni future hanno sostituito i tassi di interesse più elevati del passato, prevalenti alla stipula dei contratti, con quelli attuali, più bassi, facendo lievitare il valore delle passività. In questo contesto, e nonostante il clima favorevole sui mercati azionari, i rating creditizi segnalano la presenza di preoccupazioni per le società assicurative.

La modesta performance delle società del ramo danni nel 2014 è stata il risultato di forze contrastanti. Ad esempio, una crescita sostenuta dei premi ha favorito la redditività in diversi paesi (tabella VI.2). Tra la metà del 2013 e la metà del 2014 essa ha contribuito a una lieve flessione (al 94%) del combined ratio (dato dalla somma di perdite nella gestione tecnica, spese e risarcimenti dei sinistri, divisa per la raccolta premi) degli assicuratori europei. Per contro, nel caso delle compagnie statunitensi le spese elevate e le perdite per catastrofi hanno spazzato via gran parte dei guadagni derivanti dalla crescita dei premi, dando luogo a un combined ratio del 99%. Al contempo, cali continui e diffusi dei rendimenti sugli investimenti hanno depresso la redditività delle compagnie assicurative del ramo danni in quasi tutti i centri principali.

Nonostante le sfide legate all'elevata dipendenza dal reddito da investimenti, le società di assicurazione del ramo vita hanno registrato risultati in miglioramento. A questo riguardo sono stati determinanti la riduzione dei costi e il maggiore contributo delle nuove linee di business, in particolare la vendita di prodotti di asset management. In base alle stime di settore, il ROE di queste società è aumentato da meno del 10% nel 2012 a circa il 12% nel 2014.

Alcune tendenze nel settore delle assicurazioni vita concordano con una gestione più prudente del rischio. Ad esempio, la quota crescente di prodotti di asset management all'interno delle passività delle compagnie nordamericane, svizzere e britanniche (grafico VI.6, diagramma di sinistra) segnala il trasferimento di

## Redditività del settore assicurativo

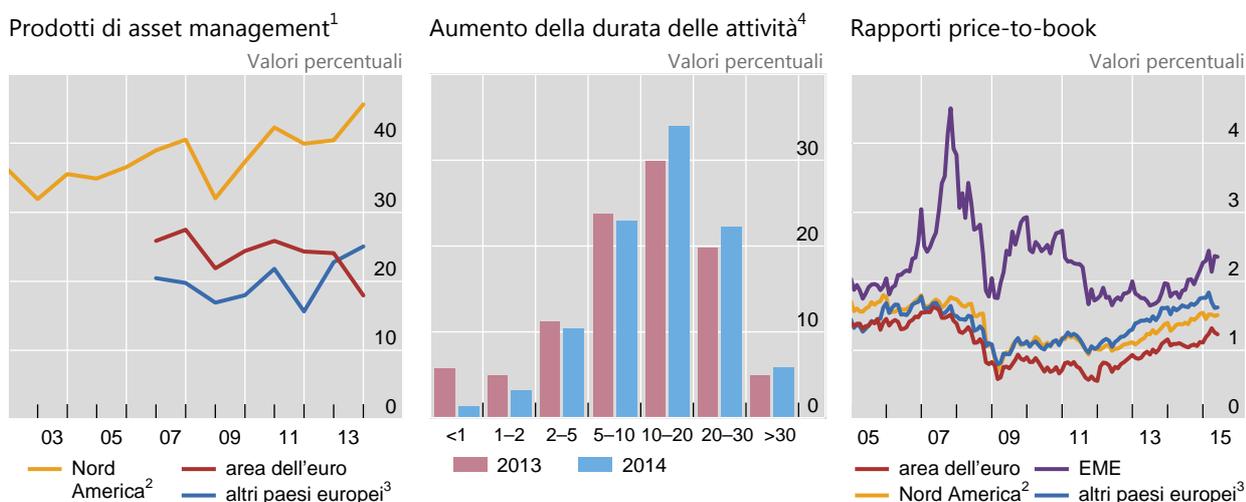
In percentuale

Tabella VI.2

	<i>Ramo danni</i>						<i>Ramo vita</i>					
	Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti			Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti		
	2010	2012	2014	2010	2012	2014	2010	2012	2014	2010	2012	2014
	-11	-13		-11	-13		-11	-13		-11	-13	
Australia	3,4	8,0	1,6	7,2	6,2	6,0	5,8	4,9	29,7	...	...	...
Francia	3,9	0,9	1,7	2,4	2,1	1,7	-5,4	-1,0	...	3,2	4,9	...
Germania	-0,4	3,8	4,0	3,4	3,3	3,0	1,3	2,5	...	4,0	5,0	...
Giappone	1,0	4,7	3,7	1,5	1,8	1,2	5,3	0,2	6,3	...	...	...
Paesi Bassi	3,4	0,2	...	2,0	2,0	...	1,1	-8,4	-12,1	5,4	4,8	...
Regno Unito	2,3	3,5	3,9	3,6	3,6	2,7	-0,8	-0,2	2,0	...	...	...
Stati Uniti	1,5	3,1	5,9	3,7	3,4	2,9	10,3	-3,1	11,0	4,8	4,6	4,6

I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici.

Fonti: Swiss Re, database sigma; autorità nazionali di vigilanza.



<sup>1</sup> In rapporto alle passività per polizze vita, infortuni e malattie. Per prodotti di asset management si intendono le passività relative a gestioni separate (compagnie statunitensi) o le passività per polizze unit-linked (compagnie europee). <sup>2</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>3</sup> Regno Unito e Svizzera. <sup>4</sup> Valore contabile delle disponibilità in titoli sovrani di paesi OCSE delle compagnie di assicurazione tedesche, quote sul totale, per classe di scadenza.

Fonti: Deutsche Bundesbank; Datastream; SNL; elaborazioni BRI.

rischio finanziario alla clientela. Dal lato dell'attivo, le compagnie europee hanno incrementato la duration dei propri portafogli obbligazionari (diagramma centrale), riducendo quindi le stime del gap di duration<sup>2</sup>. Queste ultime segnalano un miglioramento della solidità di bilancio, ma dovrebbero essere interpretate con cautela considerata la loro sensibilità alle ipotesi sui tassi di attualizzazione e sul comportamento degli assicurati.

Al tempo stesso, il profilo di rischio degli attivi delle compagnie di assicurazione si è deteriorato negli ultimi anni, seppur da un punto di partenza prudente. Le società assicurative sono spinte dalla regolamentazione e dai mandati istituzionali a detenere prevalentemente titoli di qualità investment grade, ma la distribuzione dei loro portafogli si è modificata a favore delle attività che, in questa categoria, presentavano i rating inferiori, a scapito di quelle con rating migliore (grafico VI.7) Questa variazione potrebbe essere in parte dovuta al peggioramento del merito di credito dei titoli in essere. Ma concorda altresì con la ricerca attiva di rendimento. E mentre le imprese statunitensi hanno operato principalmente nei mercati delle obbligazioni societarie e dei mutui ipotecari, quelle europee hanno cercato rendimento nei titoli di Stato. Di fatto le autorità nazionali hanno incoraggiato questo comportamento nella misura in cui hanno consentito alle società di assicurazione, come anche alle banche, di applicare pesi di rischio nulli persino alle obbligazioni sovrane con rating bassi e in calo.

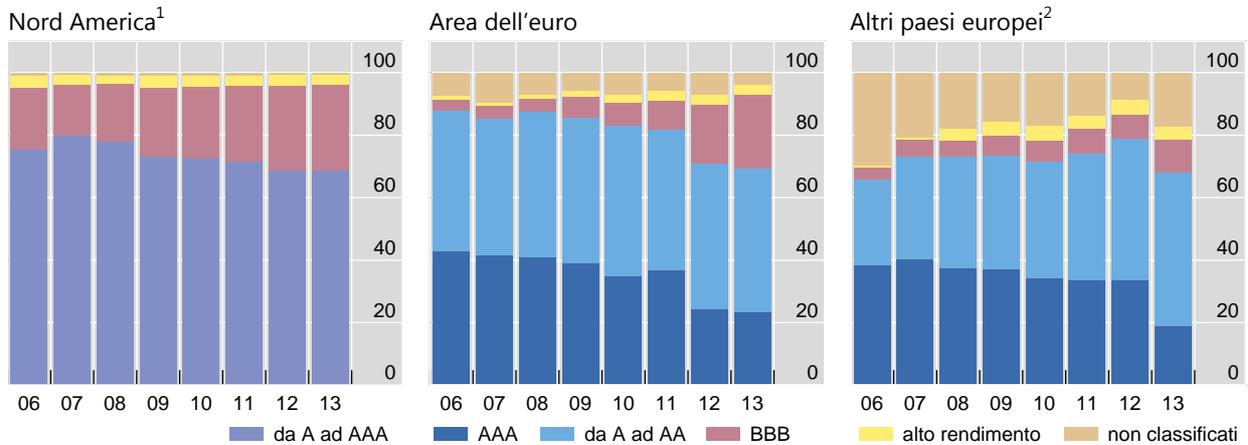
I mercati azionari e le agenzie di rating denotano percezioni diverse del settore assicurativo. I rapporti price-to-book sono in aumento dal 2011 nelle principali economie avanzate e da metà 2014 sono cresciuti anche nelle EME, da livelli già

<sup>2</sup> Cfr. Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), *Financial Stability Report*, dicembre 2014, pag. 37.

## Le compagnie di assicurazione accrescono gli investimenti in strumenti con rating inferiore

In percentuale dei titoli con rischio di credito

Grafico VI.7



<sup>1</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>2</sup> Danimarca, Norvegia, Regno Unito e Svizzera.

Fonti: SNL; elaborazioni BRI.

elevati (grafico VI.6, diagramma di destra). Ciò potrebbe riflettere un miglioramento della solidità finanziaria, ma anche una generale euforia del mercato (Capitolo II). Per contro, i rating delle compagnie di assicurazione si sono deteriorati significativamente durante la crisi finanziaria e da allora non hanno evidenziato pressoché alcun miglioramento. Una probabile causa di ciò è la preoccupazione che la crescita delle commissioni e dei premi, che ha contribuito in misura rilevante ai recenti profitti delle società assicurative, finisca per esaurirsi.

## Fondi pensione: disavanzi crescenti

Le condizioni nei mercati finanziari, unitamente ai cambiamenti demografici, hanno esercitato notevoli pressioni sui fondi pensione. La causa principale delle loro difficoltà è il livello persistentemente basso dei tassi di interesse, che deprime sia i rendimenti degli investimenti sia i tassi di attualizzazione. Il calo dei tassi di attualizzazione, a sua volta, fa aumentare il valore attuale delle passività dei fondi pensione in misura maggiore di quello delle loro attività, che hanno in genere duration molto più brevi. Ciò amplifica i disavanzi dei fondi, e potrebbe finire per incidere sull'economia più in generale.

I tassi di attualizzazione variano sensibilmente da un paese all'altro. In base ad analisi di settore sui fondi pensione aziendali nelle economie avanzate essi si collocavano nel 2013 dal 4% in Nord America all'1,5% in Giappone. Questa disparità riflette differenze nelle condizioni dei mercati locali e nei principi contabili. La maggior parte degli approcci contabili lega il tasso di attualizzazione al rendimento di lungo periodo atteso sulle attività del fondo o ai rendimenti prevalenti sul mercato sui titoli a basso rischio, come le obbligazioni ad alto rating. In entrambi i casi il tasso di attualizzazione in genere diminuisce al diminuire dei rendimenti obbligazionari, ma in misura diversa a seconda delle giurisdizioni e dei settori all'interno di una stessa giurisdizione.

Il settore dei fondi pensione statunitensi fornisce una buona illustrazione dell'impatto dei principi contabili. Stando a fonti nazionali, ad esempio, il tasso di attualizzazione medio basato sui rendimenti dei fondi pensione pubblici statunitensi può essere superiore di 300 punti base a quello segnalato da alcuni fondi del settore privato. Per capire quali siano le implicazioni, basti pensare che una riduzione di 400 punti base del tasso di attualizzazione farebbe aumentare il valore delle passività di un tipico fondo pensione statunitense di oltre l'80%. Ciò detto, le modifiche recenti e in corso dei principi contabili USA dovrebbero ridurre questo divario.

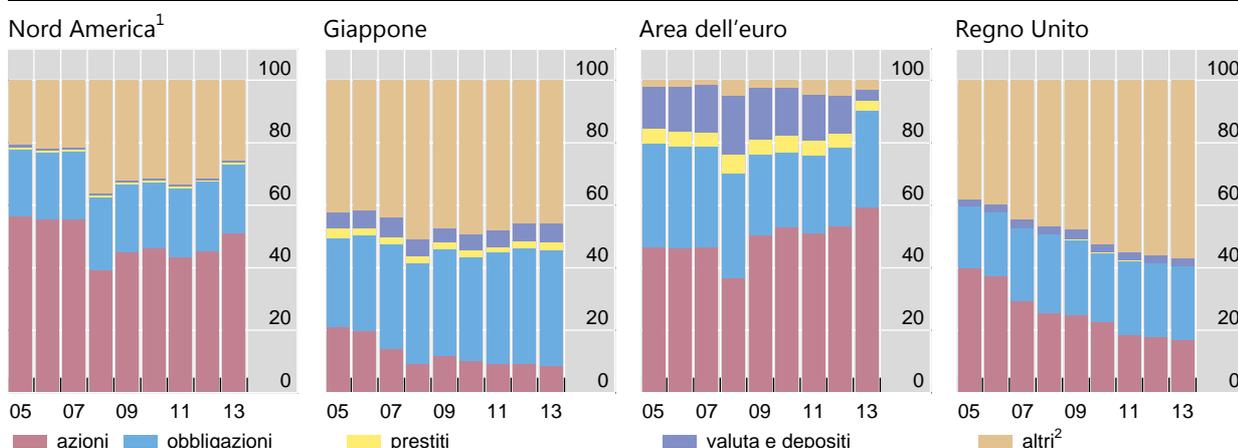
A fronte di tassi di interesse estremamente bassi, i provvedimenti delle autorità hanno offerto un sollievo temporaneo. Ad esempio, le autorità di regolamentazione hanno acconsentito a incrementi del tasso di attualizzazione nel 2012, in parte in risposta ai timori del settore che i tassi prevalenti avessero determinato un disallineamento tra i rapporti fra valore attuale delle attività e valore attuale delle passività (funding ratio) e le condizioni di finanziamento intrinseche dei fondi pensione. Questo provvedimento è stato in alcuni casi diretto (ad esempio con l'introduzione di soglie minime per il tasso di attualizzazione in Svezia e tassi di sconto a lungo termine più elevati in Danimarca) e in altri indiretto (ad esempio con l'impiego di orizzonti temporali più lunghi, di 25 anni, per il calcolo di corridoi dei tassi negli Stati Uniti). Analogamente, le modifiche regolamentari negli Stati Uniti nel 2012 hanno reso vantaggioso per i fondi trasferire contratti alle compagnie assicurative e pagare le prestazioni sotto forma di capitale.

Cambiamenti di questo tipo negli obblighi contrattuali fanno parte di una strategia di gestione del rischio di lungo periodo nel settore. Nella maggior parte dei principali mercati si è osservata la tendenza a una maggiore crescita dei piani a contribuzione definita, nell'ambito dei quali i membri sopportano i rischi di investimento, rispetto ai piani a prestazione definita, che garantiscono un certo reddito ai membri. Concretamente, la quota stimata dei piani a contribuzione definita sulle passività aggregate dei fondi pensione è aumentata dal 39% nel 2004 al 47% nel 2014. Tale tendenza dovrebbe proseguire in quanto i fondi pensione

## Segnali di allontanamento dei fondi pensione dagli investimenti azionari

In percentuale delle attività finanziarie totali

Grafico VI.8



<sup>1</sup> Canada e Stati Uniti. <sup>2</sup> Compresi gli investimenti in quote di fondi comuni.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

devono far fronte all'aumento del valore attuale delle loro obbligazioni dovuto all'aumento dell'aspettativa di vita stimata.

Parallelamente, i fondi pensione hanno reagito al calo dei rendimenti delle attività riducendo l'esposizione ai rischi tradizionali e incrementando quella ai cosiddetti investimenti alternativi. Tra questi figurano investimenti immobiliari, hedge fund, private equity e materie prime. Le stime di settore rivelano che la quota di tali investimenti nei portafogli di attività dei fondi pensione è aumentata dal 5% nel 2001 al 15% nel 2007 e al 25% nel 2014, a fronte di un corrispondente calo di 20 punti percentuali della quota di azioni. I fondi pensione britannici hanno avuto un ruolo trainante in questo cambiamento (grafico VI.8, diagramma di destra), al pari di quelli statunitensi, per i quali il ridimensionamento dell'esposizione azionaria sembra essere stato mascherato da notevoli incrementi delle valutazioni.

Nonostante il sostegno pubblico e le iniziative dei singoli fondi, i fondi pensione si trovano a dover affrontare problemi crescenti. Ad esempio, a fine 2014 i funding ratio erano inferiori ai livelli pre-crisi sia negli Stati Uniti sia in Europa. La situazione è destinata a peggiorare laddove i tassi di interesse si mantengano bassi, deprimendo ulteriormente sia i rendimenti delle attività sia i tassi di attualizzazione utilizzati per valutare le passività. In base a studi di settore relativi agli Stati Uniti, un calo di 35 punti base seguito da un altro di 60 punti base del tasso di sconto e rendimenti sulle attività corrispondentemente bassi ridurrebbero il funding ratio medio di circa 10 punti percentuali, intorno al 70% in due anni.

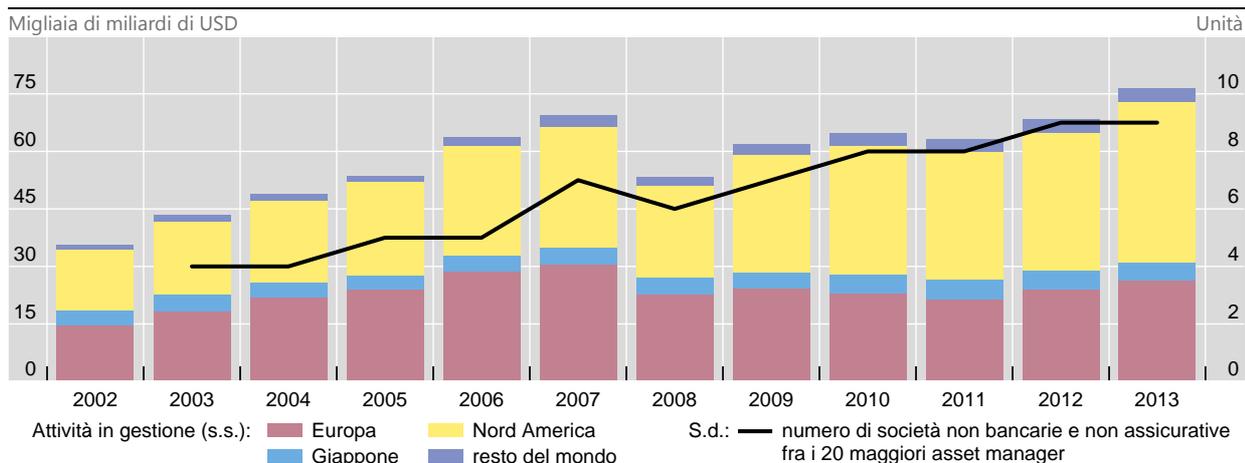
Le difficoltà di finanziamento dei fondi pensione potrebbero avere ripercussioni più ampie. Nel caso dei piani a prestazione definita le passività sono un obbligo contrattuale dello sponsor del fondo, che può essere un'impresa manifatturiera o una società di servizi. Pertanto, dal momento che disavanzi insostenibili si traducono prima o poi in esborsi per lo sponsor, vi è la possibilità di ripercussioni negative sugli utili e potenzialmente anche sulla solvibilità delle imprese. Anche i piani a contribuzione definita possono avere effetti simili, ma tramite canali diversi. Un calo del valore delle attività di un piano a prestazione definita comporta una flessione del flusso di redditi futuro dei suoi membri. Se un simile scenario fosse diffuso, determinerebbe un incremento del saggio di risparmio e quindi un calo della domanda aggregata.

## Dopo la crisi i rischi nel sistema finanziario sono cambiati

Il panorama finanziario è notevolmente cambiato dopo la crisi. Mentre le banche hanno perso terreno in veste di intermediari, gli asset manager – che gestiscono ad esempio fondi comuni di investimento, fondi di private equity e hedge fund – hanno risposto in misura crescente alle esigenze degli investitori a caccia di rendimento. Di conseguenza, nuove tipologie di rischio hanno acquisito rilevanza.

Il settore del risparmio gestito ha registrato una crescita sostenuta nell'ultimo decennio. Nonostante una battuta d'arresto a metà della crisi, che ha rispecchiato principalmente minusvalenze da valutazione, le masse in gestione a livello mondiale sono aumentate da circa \$35 000 miliardi nel 2002 a \$75 000 miliardi nel 2013 (grafico VI.9). Il settore rimane molto concentrato: il 40% dei patrimoni complessivi è in mano ai 20 maggiori gestori.

La composizione del settore è cambiata nel tempo. A livello geografico, nell'ultimo decennio è cresciuta di 11 punti percentuali la quota di mercato degli



Fonti: Towers Watson, *The World's 500 Largest Asset Managers*, 2014; elaborazioni BRI.

asset manager nordamericani, che attualmente gestiscono oltre la metà delle masse totali e circa due terzi dei patrimoni dei 20 maggiori gestori. In termini di tipologie, i gestori indipendenti hanno rapidamente scalzato dai vertici quelli di proprietà delle banche e delle società di assicurazione (grafico VI.9, linea nera).

Con la riduzione dell'assunzione di rischio da parte del settore bancario, gli asset manager hanno svolto un ruolo centrale insieme con i loro clienti e con i consulenti di investimento di tali clienti. Nelle loro raccomandazioni di investimento i consulenti sembrerebbero attribuire notevole importanza alla performance recente delle attività. Pertanto, dal momento che all'indomani della crisi i rendimenti delle attività delle EME sono stati migliori di quelli delle attività dei mercati avanzati, è probabile che le raccomandazioni dei consulenti di investimento abbiano contribuito ai forti afflussi registrati negli ultimi anni verso i fondi dei mercati emergenti (Capitolo II).

L'abbondante disponibilità di finanziamenti nel mercato obbligazionario ha ridotto sensibilmente gli indici di capitalizzazione delle imprese delle EME, dati dalla capitalizzazione di borsa divisa per la somma della stessa capitalizzazione di borsa e del valore contabile delle passività. Nonostante il vigore dei mercati azionari, l'ingente raccolta delle banche e delle imprese non finanziarie delle EME tra il 2010 e il 2014 ha ridotto significativamente i loro indici di capitalizzazione, portandoli su livelli non più osservati dalla fine del 2008, nel pieno delle turbolenze finanziarie internazionali (grafico VI.10, diagramma di sinistra). Questa tendenza, pur essendosi in parte invertita agli inizi del 2015, ha minato la capacità delle imprese di assorbire le perdite, rendendo le EME vulnerabili a un inasprimento delle condizioni di raccolta.

Questa vulnerabilità si è sviluppata di pari passo con la crescente dipendenza delle EME dai finanziamenti veicolati dagli asset manager con operatività internazionale (Capitolo III). In generale, i modelli di business delle società di asset management (che prendono a riferimento indici di mercato e attribuiscono una notevole importanza alla performance relativa), nonché le strutture di investimento da loro offerte (ad esempio veicoli di investimento collettivi), incentivano comportamenti miopi, potenzialmente destabilizzanti nell'eventualità di shock

avversi. Nel caso dei gestori che investono in attività delle EME il problema è ancora maggiore<sup>3</sup>. I fondi specializzati nelle EME fanno riferimento a un numero ben più limitato di indici benchmark maggiormente correlati tra loro rispetto ai fondi che investono nelle economie avanzate. Di conseguenza, è più elevato il rischio che gli shock finanziari colpiscano simultaneamente un'ampia gamma di investitori in fondi dei mercati emergenti, producendo afflussi e deflussi sincronizzati.

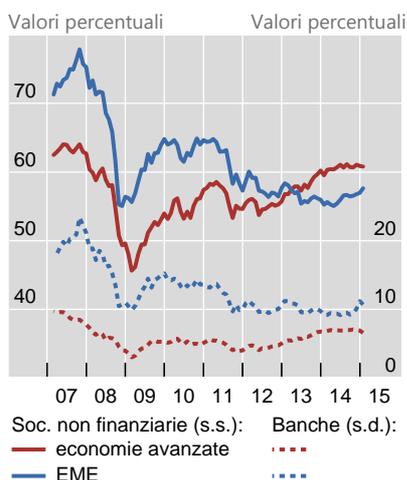
Flussi di capitali che amplificassero le oscillazioni di prezzo sarebbero destabilizzanti. La possibilità che si verifichino dinamiche di questo tipo emerge dalla relazione storica tra i rendimenti sugli indici generali di mercato e i flussi di investimenti (grafico VI.10, diagramma centrale e diagramma di destra). Nel caso dei fondi statunitensi e delle EME, gli afflussi seguono periodi di alti rendimenti (barre a destra dello zero) e rafforzano in genere l'aumento dei rendimenti contemporanei (barre in corrispondenza dello zero). In un simile scenario gli afflussi di capitali alimentano boom azionari e obbligazionari persistenti. Questo meccanismo funzionerebbe tuttavia anche in direzione opposta. In caso di contrazione i deflussi accentuerebbero la debolezza dei rendimenti e deprimerebbero in modo persistente i mercati.

In prospettiva, la questione fondamentale è se gli asset manager possano assumere le funzioni di intermediazione che le banche hanno abbandonato. Il successo delle istituzioni finanziarie nello svolgimento di tali funzioni dipende dalla loro capacità di sopportare perdite temporanee senza difficoltà. Ma questa capacità si è di recente ridotta nel settore dell'asset management, dove gli investitori al dettaglio stanno progressivamente subentrando a quelli istituzionali in veste di

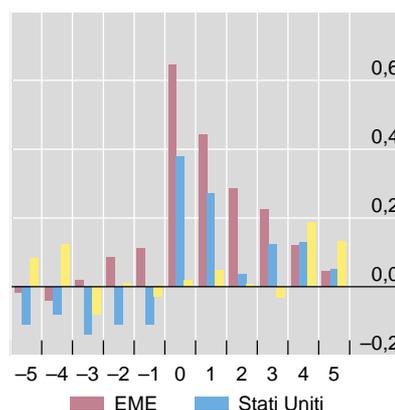
### Cresce la vulnerabilità delle EME alla volatilità dei flussi di investimenti

Grafico VI.10

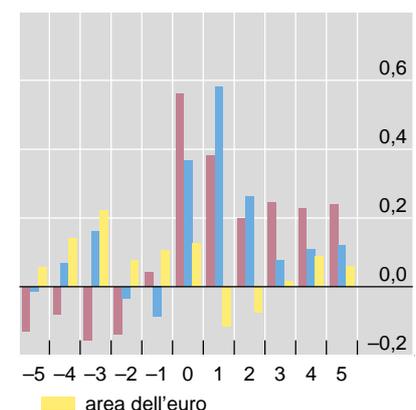
#### Rapporti di capitalizzazione<sup>1</sup>



#### Fondi azionari, correlazioni flussi-rendimenti<sup>2</sup>



#### Fondi obbligazionari, correlazioni flussi-rendimenti<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Capitalizzazione di mercato a livello regionale, divisa per la somma del valore contabile delle passività a livello regionale; medie dei tre mesi precedenti; in base al campione di entità elencate di Moody's KMV. <sup>2</sup> Correlazione fra i flussi di fondi e i rendimenti di un indice generale fra il gennaio 1998 (azioni dell'area dell'euro) / metà 2000 (azioni statunitensi e delle EME) / metà 2003 (obbligazioni statunitensi e delle EME) / gennaio 2009 (obbligazioni dell'area dell'euro) e il gennaio 2015. L'asse delle ascisse indica quanti mesi di anticipo (numeri negativi) o ritardo (numeri positivi) hanno i flussi rispetto ai rendimenti per la stima delle correlazioni.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; EPFR; Moody's; elaborazioni BRI.

<sup>3</sup> Cfr. K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

investitori finali. Gli investitori al dettaglio hanno bilanci più modesti, orizzonti temporali più brevi, una minore tolleranza al rischio, e quindi una capacità inferiore di assorbire le perdite. Il comportamento delle famiglie britanniche durante la recente crisi finanziaria ne fornisce una riprova<sup>4</sup>.

Queste problematiche diventano più importanti all'aumentare dei patrimoni gestiti da una singola società. Le decisioni prese da un singolo asset manager di grandi dimensioni possono provocare flussi di fondi con significative ripercussioni a livello di sistema. Per affrontare la questione, il Financial Stability Board e l'International Organization of Securities Commissions hanno pubblicato una proposta su come individuare le istituzioni finanziarie non bancarie e non assicurative di rilevanza sistemica globale<sup>5</sup>.

Più di recente il dibattito in seno alle autorità ha considerato le società di asset management come un gruppo distinto, che dà luogo a nuovi rischi finanziari. Particolare attenzione è stata dedicata alle strutture di incentivi di tali società, che possono generare comportamenti sincronizzati e quindi amplificare le oscillazioni dei mercati finanziari. L'introduzione di restrizioni sulla movimentazione dei portafogli di investimento potrebbe limitare le oscillazioni legate agli incentivi e, allungando di fatto gli orizzonti temporali degli asset manager, potrebbe stabilizzarne il comportamento di fronte a shock avversi temporanei. Analogamente, l'imposizione di limiti al grado di leva potrebbe contenere l'amplificazione degli shock. Inoltre, il rischio di riscatti potrebbe essere affrontato con riserve di liquidità e, sulla linea delle recenti modifiche alle regole sui fondi statunitensi del mercato monetario, con restrizioni ai riscatti rapidi dai fondi gestiti. Ciò potrebbe immunizzare gli asset manager da cambiamenti precipitosi del clima di fiducia degli investitori al dettaglio, rafforzando la capacità di assorbimento delle perdite del settore.

Un'iniziativa complementare delle autorità punterebbe a rinvigorire istituzioni che hanno svolto efficacemente la funzione di intermediazione in passato. Le banche ne sono il principale esempio. Le iniziative in atto mirate a rafforzare la capacità di tenuta delle banche e la loro trasparenza potenzierebbero la loro capacità di intermediazione, non da ultimo aiutandole a riconquistare la fiducia dei mercati. E poiché la capacità di tenuta dipende in modo cruciale dalla capacità di generare utili sostenibili, essa sarebbe favorita da riforme che rafforzino la crescita e da una normalizzazione tempestiva della politica monetaria nelle economie avanzate, nonché da ulteriori iniziative per limitare gli squilibri finanziari nelle economie emergenti.

<sup>4</sup> Cfr. A. Haldane, "The age of asset management?", intervento alla London Business School, aprile 2014.

<sup>5</sup> Financial Stability Board e International Organization of Securities Commissions, *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, documento consultivo, marzo 2015.

## Market-making in calo: cause e conseguenze

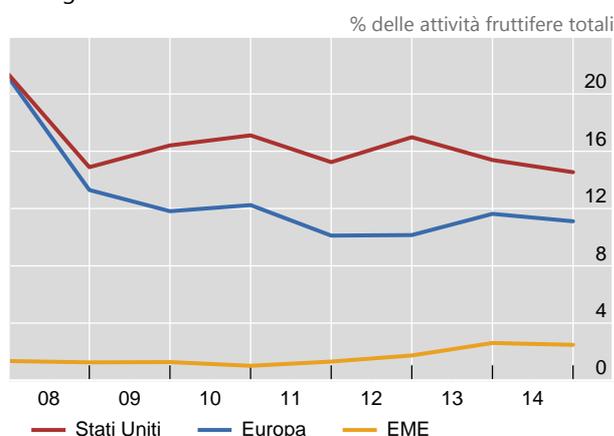
Le recenti indicazioni di una ridotta liquidità sul mercato (Capitolo II) hanno attirato l'attenzione di autorità e analisti su importanti fornitori di tale liquidità, ossia gli intermediari specializzati noti anche come market-maker. Vari sono i fattori all'origine dell'apparente disimpegno dei market-maker. Alcuni riguardano la riconsiderazione da parte dei dealer del loro atteggiamento nei confronti dell'assunzione di rischio e della sostenibilità dei loro modelli operativi dopo la crisi. Altri le riforme regolamentari che puntano ad allineare maggiormente i costi del market-making e di altre attività legate alle negoziazioni ai rischi sottostanti e ai rischi che tali attività generano per il sistema finanziario. Il raggiungimento di questo obiettivo consentirebbe la transizione verso una liquidità di mercato potenzialmente inferiore, ma più robusta.

I market-maker sono importanti fornitori di servizi di liquidità. Essi si impegnano infatti con i propri portafogli a operare sia come acquirenti sia come venditori nelle transazioni poste in essere dai clienti in presenza di temporanei squilibri tra domanda e offerta. È generalmente riconosciuto che il prezzo eccessivamente basso dell'attività di market-making ha contribuito a creare prima della crisi un'"illusione di liquidità", ossia l'impressione fuorviante che la liquidità sarebbe stata sempre disponibile in abbondanza. Dopo il tracollo collegato alla crisi la liquidità di mercato è stata erosa dal calo delle consistenze di obbligazioni societarie e altri titoli negoziabili delle banche (grafico VI.A, diagramma di sinistra; cfr. anche il grafico II.11, diagramma di sinistra). Comprendere le cause di questa dinamica recente è importante per valutare la solidità della liquidità di mercato in futuro.

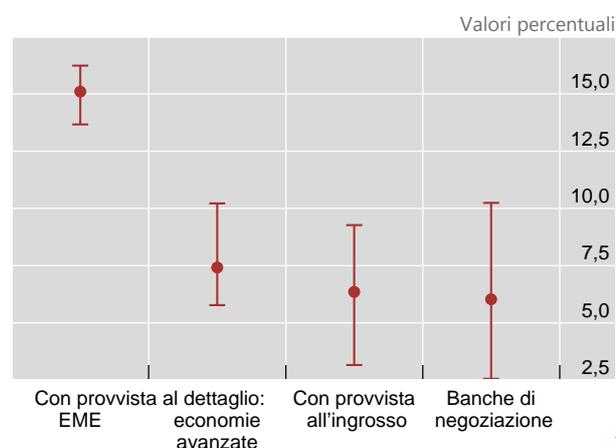
### I portafogli dei dealer cambiano mentre vacilla il modello di banca di negoziazione

Grafico VI.A

Titoli detenuti dalle maggiori banche a fini di negoziazione<sup>1</sup>



Return-on-equity dei vari modelli di business<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Campione di 18 banche europee, sette banche statunitensi e otto banche delle EME. <sup>2</sup> Intervallo dei return-on-equity annuali dal 2008 al 2013 (trattini) e della media corrispondente (punto). Cfr. R. Roengpitya, N. Tarashev e K. Tsatsaronis, "I modelli di business delle banche", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

In primo luogo, l'attività di market-making dopo la crisi ha perso slancio in parte per effetto di una ridotta tolleranza dei dealer nei confronti dei rischi di valutazione e di finanziamento delle attività in portafoglio<sup>①</sup>. In numerose giurisdizioni i dealer hanno incrementato i premi di rischio richiesti e hanno rivisto la loro gestione del rischio per riflettere meglio il rapporto fra costi e benefici di aree operative alternative. Ciò ha portato a un innalzamento dei prezzi dei servizi di market-making, specie nei mercati meno liquidi come quelli delle obbligazioni societarie, ma in misura diversa a seconda dei paesi e delle tipologie di clienti.

In secondo luogo, le difficoltà post-crisi hanno spinto le banche a rivedere i propri modelli di business. I risultati non sono molto lusinghieri per i market-maker: negli ultimi anni le banche che si sono dedicate soprattutto all'attività di commercial banking sono state più efficienti e hanno conseguito generalmente utili più elevati e meno volatili rispetto a quelle che hanno perseguito strategie basate sulla negoziazione e sull'investment banking, il modello di business più strettamente collegato ai servizi di market-making (grafico VI.A, diagramma di destra)<sup>②</sup>. Di conseguenza, alcune banche hanno abbandonato o significativamente ridimensionato l'attività di negoziazione, mentre altre (di recente in Germania e nel Regno Unito) hanno annunciato importanti ristrutturazioni delle proprie unità di investment banking.

Stando a una recente indagine presso i principali dealer, anche le riforme regolamentari hanno influito sull'attività di market-making<sup>③</sup>. In particolare, gli intermediari interpellati rilevavano l'effetto restrittivo prodotto dai requisiti in materia di leva finanziaria e capitale sulle attività con bassi margini ed elevato ricorso a titoli di proprietà, come le operazioni di negoziazione finanziate pronti contro termine. Evidenziavano inoltre il costo crescente di detenere titoli a reddito fisso in portafoglio.

Tuttavia, l'impatto netto sulla liquidità di mercato dipende da una serie di fattori aggiuntivi. Uno di questi è la capacità dei market-maker di cogliere i benefici in termini di costo derivanti dalle nuove tecnologie di trading. Un altro è la capacità di altri operatori di mercato di occupare lo spazio lasciato dai market-maker tradizionali. Ciò determina altresì in che misura i maggiori costi del market-making sono trasmessi ai clienti e, in definitiva, alla comunità degli investitori più in generale.

Dal punto di vista delle politiche, un aspetto chiave è se le tendenze in atto nel market-making contribuiranno a evitare le crisi di liquidità. Affinché ciò avvenga, tali tendenze dovrebbero allineare il prezzo dei servizi di market-making in circostanze normali con gli elevati costi del prosciugamento della liquidità in periodi di tensione. Un tale riallineamento difficilmente potrà evitare che uno shock di proporzioni eccezionali paralizzi i mercati finanziari, ma dovrebbe scoraggiare quei comportamenti finanziari che danno per scontata la liquidità ed escludono ingenuamente la possibilità di un crollo dei prezzi, anche a fronte dell'accumularsi di eccessi. Riducendo la vulnerabilità degli operatori agli shock di liquidità ordinari farebbe diminuire le probabilità che tali shock si autoalimentino e compromettano la liquidità a livello di sistema.

<sup>①</sup> Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications", *CGFS Papers*, n. 52, novembre 2014. <sup>②</sup> Cfr. R. Roegpitya, N. Tarashev e K. Tsatsaronis, "I modelli di business delle banche", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014. <sup>③</sup> Cfr. l'appendice 4 della pubblicazione citata nella nota<sup>①</sup>.

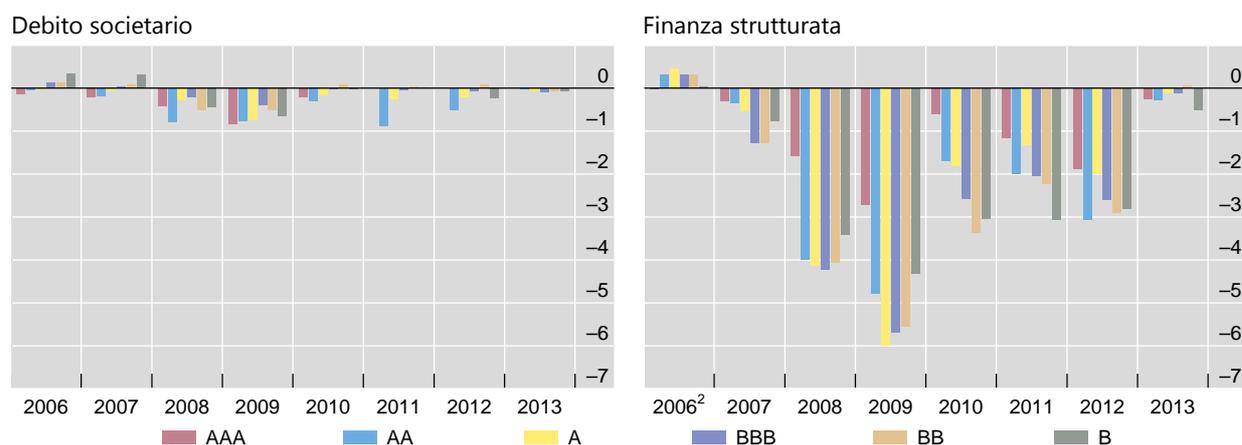
## I rischi della finanza strutturata e la risposta della regolamentazione

La crisi finanziaria ha portato alla luce la presenza di gravi falle nel mercato delle cartolarizzazioni. Nel 2008-09 il brusco abbassamento dei rating dei titoli a reddito fisso costrinse le banche ad accrescere rapidamente il patrimonio per coprire le esposizioni mantenute in bilancio. Se per le obbligazioni il declassamento fu pari in media a meno di un gradino (notch), per le tranches di cartolarizzazioni con rating analogo esso fu addirittura di tre-sei notch (grafico VI.B). Inoltre, i declassamenti delle obbligazioni societarie si fecero meno frequenti dal 2009, mentre quelli dei prodotti cartolarizzati proseguirono fino a 2012 inoltrato. Queste divergenze palesavano i problemi inerenti ai modelli di rischio utilizzati, che avevano gonfiato i rating di alcune tranches senior, riducendo così artificialmente i pesi per il rischio applicati a tali strumenti in virtù della regolamentazione. In aggiunta, la convinzione non giustificata che i rischi potessero essere stimati con un elevato grado di precisione accresceva la probabilità che le tranches in posizione intermedia all'interno della struttura patrimoniale delle cartolarizzazioni fossero fortemente sottocapitalizzate.

### Le valutazioni del rischio di credito oscillano<sup>1</sup>

Variazioni di rating annue medie, in termini di gradi (notch)

Grafico VI.B



<sup>1</sup> In base all'intero universo di Fitch. Il colore di ciascuna barra corrisponde al rating a inizio anno, la sua altezza alla variazione media nel corso dell'anno. Un valore positivo (negativo) indica un miglioramento (peggioramento) del rating. <sup>2</sup> Solo strumenti statunitensi.

Fonti: Fitch Ratings; elaborazioni BRI.

Le modifiche apportate di recente al trattamento prudenziale delle cartolarizzazioni fanno tesoro di questi insegnamenti<sup>①</sup>. Il nuovo schema contiene disposizioni di "comply or explain" ("applicazione o spiegazione") per incentivare le banche a fare minore ricorso ai rating esterni. Limita inoltre il numero di metodi a disposizione per il computo del patrimonio di vigilanza e semplifica il loro ordine gerarchico. Un'importante novità dello schema rivisto è che introduce salvaguardie regolamentari contro la sottocapitalizzazione pur mantenendo la sensibilità al rischio, ossia continuando a richiedere una dotazione patrimoniale commisurata al grado di rischio delle esposizioni.

In linea con il principio di sensibilità al rischio della regolamentazione, le cartolarizzazioni meno complesse e più trasparenti dovrebbero essere soggette a requisiti patrimoniali inferiori. Per questo motivo, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e la International Organization of Securities Commissions hanno insieme proposto una lista di criteri intesi a favorire lo sviluppo di cartolarizzazioni semplici e trasparenti<sup>②</sup>.

La valutazione dei rischi relativi alle cartolarizzazioni di questo tipo continuerà comunque a essere soggetta a considerevole incertezza. Non tenere conto di questo fatto equivarrebbe ad aumentare significativamente la probabilità che le tranche siano gravemente sottocapitalizzate.

Le tranche di cartolarizzazioni presentano la peculiarità di concentrare potenzialmente l'incertezza. Da un'analisi delle cartolarizzazioni semplici e trasparenti, Antoniadès e Tarashev mostrano che l'incertezza irriducibile sulle reali probabilità di default nel pool di attività sottostanti riguarderebbe soprattutto le tranche con grado di prelazione intermedio, dette "mezzanine"<sup>①</sup>. Questa caratteristica non era contemplata da Basilea 2, per cui poteva accadere che errori di stima anche piccoli dessero luogo a variazioni sproporzionate dei requisiti patrimoniali a fronte di tali tranche (c.d. "cliff effect"). Esisteva quindi la possibilità di gravi sottocapitalizzazioni e di una valutazione distorta dei rischi. L'introduzione di salvaguardie patrimoniali per le tranche mezzanine nel nuovo schema per le cartolarizzazioni rappresenta quindi un passo nella giusta direzione per affrontare un'importante fonte di fragilità del sistema finanziario.

① Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basel III: Revisions to the securitisation framework*, dicembre 2014. ② Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e Board of the International Organization of Securities Commissions, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, documento consultivo, dicembre 2014. ③ A. Antoniadès e N. Tarashev, "Cartolarizzazioni: suddivisione in tranche e concentrazione dell'incertezza", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

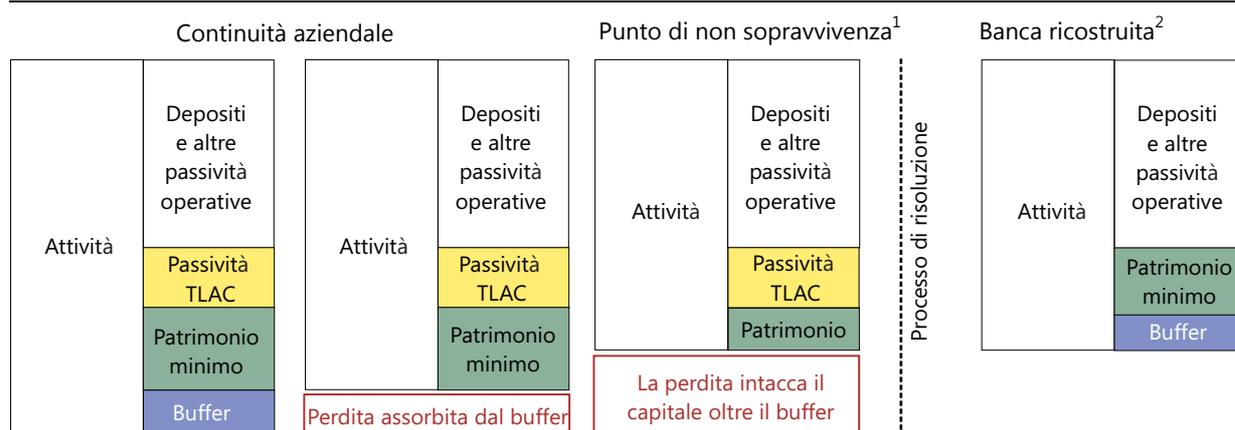
## Capacità di assorbimento delle perdite delle banche in caso di risoluzione

Le riforme della regolamentazione a seguito della crisi cercano di ridurre l'esposizione dell'economia alle tensioni nel sistema finanziario. Esse si prefiggono due obiettivi complementari: garantire degli standard minimi di solidità, in modo da ridurre la probabilità che gli intermediari finanziari falliscano, e ridurre l'impatto di un loro eventuale fallimento sul sistema e sull'economia. Il primo obiettivo è al centro dei requisiti più stringenti in materia di capitale e di liquidità previsti da Basilea 3 per le banche in condizioni di continuità aziendale ("going concern"); il secondo obiettivo è perseguito con delle misure volte a migliorare l'efficienza del processo di risoluzione nel caso in cui una banca raggiunga il punto di non sopravvivenza ("point of non-viability"). Nell'ambito di questo secondo obiettivo, il Financial Stability Board ha elaborato una serie di principi fondamentali per assicurare processi di risoluzione efficaci e ha proposto nuovi standard di adeguatezza della capacità di assorbimento delle perdite nell'ambito della risoluzione destinati alle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB, secondo l'acronimo inglese). Tali standard sono noti sotto il nome di Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC)<sup>①</sup>.

I requisiti TLAC andrebbero a integrare la capacità di assorbimento delle perdite garantita dal patrimonio di vigilanza previsto da Basilea 3. In termini generali, in condizioni normali di operatività una banca dovrebbe disporre di una dotazione patrimoniale adeguata a soddisfare i requisiti minimi obbligatori e i requisiti di buffer, nonché di passività TLAC sufficienti (grafico VI.C, primo diagramma). I buffer patrimoniali rappresentano la prima linea di difesa di una banca: assorbono le perdite iniziali e consentono alla banca stessa di proseguire senza interruzioni nell'offerta di servizi di intermediazione (secondo diagramma). Una banca in condizioni di continuità aziendale soddisfa i requisiti patrimoniali minimi ed è considerata in grado di far fronte a shock avversi mediante la ricostituzione dei buffer patrimoniali, ad esempio con la patrimonializzazione degli utili. A seguito di perdite ingenti e persistenti, tuttavia, la banca potrebbe infrangere i requisiti minimi e non essere più considerata in grado di riprendersi, raggiungendo il punto di non sopravvivenza (terzo diagramma). Comincerebbe a questo punto il processo di risoluzione, durante il quale il debito TLAC verrebbe convertito in azioni o svalutato (c.d. "bail-in"). Ciò permetterebbe alle autorità di ricapitalizzare l'istituto in difficoltà – o un istituto successore che ne riprenda l'attività – in modo tale da preservare la fiducia dei mercati e garantire la continuità dei servizi chiave (quarto diagramma). In definitiva, la TLAC è una fonte prefinanziata di capitale a disposizione per favorire un processo ordinato di risoluzione.

### Ruolo della TLAC nelle risoluzioni: un'illustrazione

Grafico VI.C



L'altezza dei segmenti è stata scelta per migliorare la leggibilità del grafico. Essa non rispecchia la situazione di alcuna banca reale né le dimensioni relative delle diverse passività in base alle regole di Basilea 3 o alla proposta in materia di TLAC.

<sup>1</sup> Anche le passività non collegate alla TLAC sono esposte a perdite in caso di risoluzione, conformemente alla gerarchia dei creditori e al regime di risoluzione applicabili. <sup>2</sup> Una banca in fase di risoluzione o l'entità suo successore (se ancora designata come G-SIB) avrebbe da uno a due anni per conformarsi ai requisiti minimi in materia di TLAC.

La proposta in materia di TLAC precisa in che modo le banche debbano costituire questa capacità addizionale di assorbimento delle perdite. Il requisito TLAC può essere coperto con le stesse risorse ammesse nel patrimonio di vigilanza di base (Tier 1) e supplementare (Tier 2), ma per almeno un terzo andrebbe soddisfatto con passività. Per poter essere prontamente utilizzate ai fini del bail-in, tali passività devono soddisfare una serie di criteri, in particolare la presenza di condizioni legali che specifichino chiaramente il loro grado di subordinazione rispetto ad altre passività aventi natura più operativa, come i depositi, gli strumenti derivati e altre esposizioni da negoziazione nei confronti di controparti. Tale criterio intende ridurre il rischio di dispute legali o di richieste di indennizzo. Altri criteri prevedono che le passività TLAC non siano garantite e abbiano una vita residua superiore a un anno, al fine di garantire la disponibilità di importi sufficienti nel caso in cui la banca si avvicini al punto di non sopravvivenza. L'obiettivo della proposta in materia di TLAC è assicurare che la risoluzione di una banca in crisi non comporti oneri per i contribuenti e avvenga in maniera ordinata, indipendentemente dalla forma che assume (ricapitalizzazione, ristrutturazione o liquidazione ordinata).

La proposta prevede che il livello dei requisiti TLAC sia determinato con riferimento a misure regolamentari esistenti. I titoli TLAC dovrebbero essere almeno pari al maggiore fra 1) il 16-20% delle attività ponderate per il rischio di una banca<sup>①</sup>; e 2) il doppio del livello di patrimonio che soddisfa il requisito relativo all'indice di leva finanziaria (leverage ratio) di Basilea 3. Tale importo rappresenterebbe un livello minimo, cui le autorità nazionali potrebbero affiancare a loro discrezione requisiti aggiuntivi per gli istituti di loro competenza. La data di entrata in vigore dei requisiti TLAC non è ancora stata fissata ma non sarà in ogni caso prima del gennaio 2019.

L'efficacia della TLAC dipende in maniera cruciale dalla sua complementarità con altri elementi dello schema prudenziale e del regime di risoluzione. La struttura proposta è compatibile con le regole di Basilea 3. Preserva l'integrità degli standard patrimoniali e di liquidità e favorisce il loro obiettivo di accrescere la solidità delle banche in condizioni di continuità aziendale. Le risorse TLAC saranno utilizzate soltanto una volta superato il punto di non sopravvivenza e aiuteranno le autorità di risoluzione a ripristinare i buffer previsti da Basilea 3 presso l'istituzione ristrutturata. In aggiunta, le norme in materia di TLAC dovranno coesistere efficacemente con i regimi di risoluzione vigenti o attualmente in fase di elaborazione, nonché con le diverse forme organizzative esistenti. Parallelamente alla definizione della proposta di regolamentazione in materia di TLAC e alla calibrazione degli obiettivi quantitativi, sarà importante che all'interno del sistema sia mantenuta una flessibilità sufficiente a garantire la compatibilità con regimi e strategie di risoluzione che differiscono fra paesi e intermediari finanziari.

<sup>①</sup> Financial Stability Board, *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution*, documento consultivo, novembre 2014. <sup>②</sup> Le regole definitive preciseranno un valore esatto all'interno di questo intervallo.

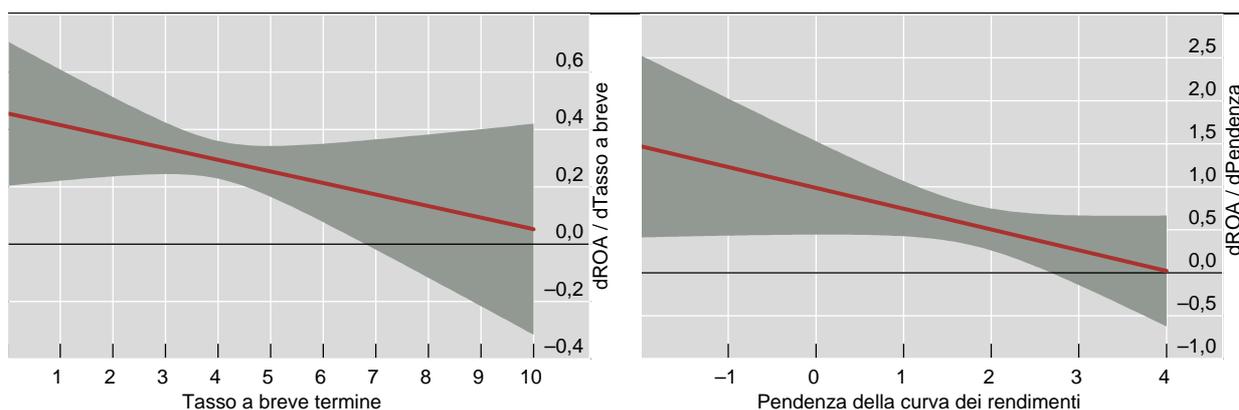
## Politica monetaria e redditività delle banche

Un prolungato allentamento monetario può incidere negativamente sulla redditività delle banche, in quanto tassi di interesse a breve termine più bassi e una curva dei rendimenti più piatta comprimono il reddito netto da interessi, facendo diminuire rispettivamente i margini delle banche e i rendimenti dell'attività di trasformazione delle scadenze. Tale effetto non è compensato da quello positivo che il calo dei tassi di interesse produce sugli accantonamenti per perdite su crediti, riducendo i costi per il servizio del debito e le probabilità di insolvenza, e sui proventi di altra fonte, accrescendo le valutazioni dei titoli. L'analisi di Demirgüç-Kunt e Huizinga<sup>①</sup>, basata su dati aggregati dei settori bancari di 80 paesi industriali e in via di sviluppo, mostra effettivamente che una riduzione dei tassi di interesse fa generalmente diminuire la redditività bancaria. Alessandri e Nelson ottengono risultati simili per le banche britanniche<sup>②</sup>.

Uno studio recente della BRI, basato sui dati di 109 grandi banche internazionali con sede in 14 importanti economie avanzate, conferma questo risultato<sup>③</sup>. Esso rileva inoltre che l'effetto sulla redditività bancaria delle variazioni nella struttura dei tassi di interesse, ossia del tasso a breve e dell'inclinazione della curva dei rendimenti, si accentua al diminuire dei tassi di interesse e all'appiattirsi delle curve. Per il tasso a breve termine questo impatto non lineare riflette, fra gli altri fattori, un minore "effetto dotazione" dei depositi sulla redditività bancaria in presenza di tassi di interesse bassi: dal momento che il tasso sui depositi non può scendere sotto zero, per lo meno non in misura significativa, il differenziale tra il tasso di mercato e il tasso sui depositi (mark-down) viene compresso in presenza di tassi ufficiali molto bassi. Per l'inclinazione della curva dei rendimenti la non linearità potrebbe derivare dalla domanda di prestiti a lungo termine e di servizi bancari, nonché dagli accantonamenti. Il grafico VI.D mostra che quanto più basso è il tasso di interesse a breve termine e quanto minore è l'inclinazione della curva dei rendimenti, tanto maggiore è l'effetto sulla redditività dell'attivo (ROA). Ad esempio, si stima che una riduzione del tasso ufficiale a breve termine dall'1 allo 0% produce una flessione del ROA di 0,4 punti percentuali su un anno, pari al doppio della riduzione associata a un calo del tasso a breve termine dal 7 al 6% (diagramma di sinistra). Analogamente, una riduzione dell'inclinazione della curva dei rendimenti da -1 a -2 punti percentuali erode il ROA di 1,2 punti percentuali su un anno, mentre l'effetto è dimezzato se l'inclinazione passa da 2 a 1 punto percentuale (diagramma di destra).

### Effetti delle variazioni nella struttura dei tassi di interesse sul return-on-assets (RoA) delle banche

Grafico VI.D



ROA = utile al lordo di imposta diviso per le attività totali; tasso a breve termine = tasso interbancario a tre mesi, in percentuale; pendenza della curva dei rendimenti = differenza fra il tasso sul titolo di Stato a 10 anni e il tasso interbancario a tre mesi, in punti percentuali. L'asse delle ordinate riporta la derivata del ROA rispetto al tasso a breve termine (diagramma di sinistra) e alla pendenza della curva dei rendimenti (diagramma di destra), in punti percentuali. L'area ombreggiata rappresenta gli intervalli di confidenza al 95%.

Fonte: elaborazioni BRI.

Stando a queste stime, l'effetto negativo sulla redditività bancaria del calo del tasso a breve termine è stato più che compensato dall'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti nei primi due anni successivi allo scoppio della Grande Crisi Finanziaria (2009-10). A parità di altre condizioni, questi cambiamenti hanno contribuito nel complesso a un incremento del ROA di 0,3 punti percentuali in media per le 109 banche del campione. Nei successivi quattro anni (2011-14) l'ulteriore calo dei tassi a breve termine e l'appiattimento della curva dei rendimenti hanno contribuito a una riduzione cumulata del ROA di 0,6 punti percentuali. Questi risultati restano validi anche tenendo conto delle diverse condizioni cicliche e delle caratteristiche specifiche delle singole banche, quali dimensioni, liquidità, capitalizzazione e incidenza della provvista sui mercati dei capitali.

① A. Demirgüç-Kunt e H. Huizinga, "Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence", *World Bank Economic Review*, n. 13(2), 1999, pagg. 379-408. ② P. Alessandri e B. Nelson, "Simple banking: profitability and the yield curve", *Journal of Money Credit and Banking*, n. 47(1), pagg. 143-175. ③ C. Borio, L. Gambacorta e B. Hofmann, "The influence of monetary policy on bank profitability", *BIS Working Papers*, 2015 (di prossima pubblicazione).

## Trattamento prudenziale delle esposizioni nei confronti di soggetti sovrani: verso una maggiore sensibilità al rischio

La filosofia alla base dello schema di regolamentazione di Basilea prevede che si applichino requisiti prudenziali minimi commisurati ai rischi sottostanti<sup>①</sup>. Nondimeno, in vari paesi le esposizioni verso soggetti sovrani ricevono un trattamento preferenziale rispetto, in particolare, a quelle esposizioni verso società non finanziarie. Ciò riduce la sensibilità al rischio dei requisiti prudenziali<sup>②</sup>. Poiché le distorsioni che ne risultano rischiano di minare la stabilità finanziaria, tale questione ha indotto le autorità a rivedere il trattamento delle esposizioni verso soggetti sovrani all'interno della regolamentazione bancaria.

Nella sua forma più evidente, il trattamento preferenziale concerne le esposizioni denominate nella moneta del soggetto sovrano debitore e finanziate dalla banca nella stessa moneta. Le autorità nazionali hanno la facoltà – ma non l'obbligo – di consentire che tali esposizioni ricevano pesi di rischio assai inferiori di quelli previsti per le esposizioni verso imprese private con caratteristiche simili. Spesso, a prescindere dal rating del soggetto sovrano, il peso di rischio applicato è pari a zero. È questo ciò che avviene attualmente nell'ambito del metodo standardizzato per il rischio di credito nel portafoglio bancario, e nell'ambito del metodo vigente e di quello proposto per il rischio specifico nel portafoglio di negoziazione<sup>③</sup>.

Per quanto riguarda il trattamento del rischio di liquidità, l'investimento nel debito dei soggetti sovrani presenta, e probabilmente continuerà a presentare, particolari attrattive. Si pensi ad esempio all'approccio prudenziale per le esposizioni verso soggetti sovrani con pesi di rischio pari a zero: tali esposizioni rientrano senza restrizioni nella categoria di attività liquide di elevata qualità che le banche possono utilizzare per soddisfare i requisiti prudenziali di liquidità. O ancora agli standard proposti per il portafoglio di negoziazione, che richiedono alle banche di valutare il rischio relativo alle loro esposizioni su orizzonti specifici. Il rischio stimato cresce automaticamente all'aumentare dell'orizzonte di valutazione, ma tale orizzonte è più breve per i titoli più liquidi, che possono essere venduti più facilmente in periodi di tensione. Considerata la liquidità storicamente elevata dei titoli sovrani, i corrispondenti orizzonti di valutazione proposti sono da due a tre volte più brevi di quelli richiesti per i titoli societari di pari rating.

Le esposizioni verso soggetti sovrani sono inoltre esentate dai limiti di concentrazione previsti dalla regolamentazione per le grandi esposizioni. Non dovrebbe pertanto sorprendere che esse occupino un ruolo rilevante nei bilanci delle banche. In un campione mondiale di 30 grandi banche, la quota delle esposizioni verso soggetti sovrani all'interno del portafoglio bancario è cresciuta dal 12% circa del 2004 al 20% di fine 2013<sup>④</sup>. Nella periferia dell'area dell'euro le consistenze di titoli del rispettivo soggetto sovrano detenuti dalle banche sono progressivamente cresciute dal 3% delle attività totali nel 2008 a oltre l'8% a fine 2014<sup>⑤</sup>.

Ciò ha rafforzato la relazione di interdipendenza fra le banche e i soggetti sovrani. Per decenni le banche hanno fatto affidamento sul sostegno implicito ed esplicito del soggetto sovrano per migliorare il proprio rating e abbassare i costi di provvista. Più di recente, il trattamento preferenziale delle esposizioni verso soggetti sovrani ha permesso che le banche, esse stesse sotto tensione, gettassero un'ancora di salvezza agli Stati in difficoltà. L'effetto destabilizzante di questa relazione bidirezionale si è manifestato con chiarezza durante la crisi del debito sovrano del 2010-11, che ha portato le tensioni finanziarie a nuovi apici.

Tali esperienze hanno indotto un riesame del trattamento prudenziale dei soggetti sovrani. I primi passi in questa direzione riguardano il trattamento del sostegno sovrano a favore delle banche nell'ambito del metodo standardizzato per il rischio di credito. Le modifiche proposte vietano alla banca creditrice di ridurre il peso di rischio applicato alle esposizioni interbancarie facendo riferimento al rating del soggetto sovrano della banca prenditrice. Se attuate, queste modifiche permetteranno di allineare maggiormente il requisito patrimoniale della banca creditrice – e in definitiva il tasso praticato – al grado di rischiosità della banca debitrice<sup>⑥</sup>. I requisiti in materia di leverage ratio, di prossima applicazione, forniranno un presidio supplementare vincolando le dimensioni delle esposizioni verso soggetti sovrani, dato un certo livello di capitale della banca. Occorre tuttavia proseguire ulteriormente nel riesame del trattamento prudenziale delle stesse esposizioni verso soggetti sovrani.

È importante riconoscere che lo status preferenziale accordato ai soggetti sovrani si fonda su un presupposto fuorviante, ossia che le banche centrali siano pronte, all'occorrenza, a monetizzare il debito sovrano in moneta nazionale al fine di evitare un default. Come dimostrano le recenti vicende nell'area dell'euro, tuttavia, un siffatto intervento non è praticabile all'interno di una zona valutaria soggetta a condizioni macroeconomiche che nella fattispecie non sono allineate con le esigenze di un particolare soggetto sovrano in difficoltà. Tale presupposto è inoltre confutato dall'esperienza storica delle diverse insolvenze verificatesi sul debito sovrano in moneta locale, perlopiù nelle economie emergenti. Infine, anche qualora permetta di evitare un default sovrano, la monetizzazione del debito pregiudica l'indipendenza della banca centrale e la fiducia del mercato nella moneta nazionale. Ciò può condurre a un'elevata inflazione e a crisi valutarie che rischiano a loro volta di incidere negativamente sul sistema bancario. Tutte queste considerazioni sottolineano l'opportunità di conseguire un maggiore allineamento fra i requisiti prudenziali applicati alle esposizioni verso soggetti sovrani e la probabilità di tensioni sul debito sovrano.

① Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Basilea 2: Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione – Versione integrale*, giugno 2006. ② Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013 (pagg. 11-12 del capitolo "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno". ③ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Fundamental review of the trading book: outstanding issues*, documento consultivo, dicembre 2014. ④ In base ai dati del CBVB. ⑤ Cfr. Comitato europeo per il rischio sistemico, *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*, 2015. ⑥ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Revisions to the standardised approach for credit risk*, documento consultivo, dicembre 2014.