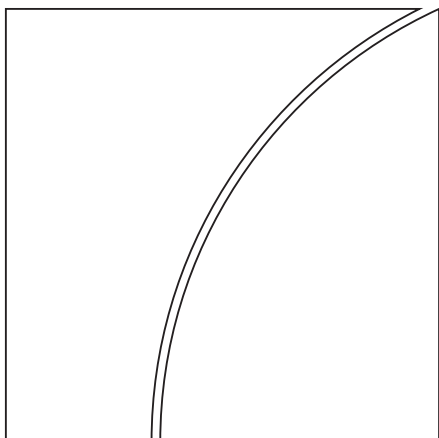




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



87^a Relazione annuale

1° aprile 2016–31 marzo 2017

Basilea, 25 giugno 2017



Disponibile sul sito internet della BRI (www.bis.org/publ/arpdf/ar2017_it.htm).

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2017. 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 978-92-9259-058-1 (online)

Indice

Lettera di presentazione	1
Presentazione dei capitoli a contenuto economico	3
I. Verso una crescita resiliente	7
L'anno in retrospettiva	9
La sostenibilità	11
Inflazione	11
Rischi legati al ciclo finanziario	13
Consumi e investimenti	14
Deglobalizzazione	16
Le politiche	19
Costruire resilienza: la sfida a livello nazionale	20
Costruire resilienza: la sfida a livello mondiale	23
Note di chiusura	25
II. Riorientamento dei mercati a seguito degli shock politici	27
Aggiustamento dei mercati al nuovo contesto	27
L'evoluzione della natura del rischio di mercato	34
Le anomalie di prezzo diminuiscono ma non scompaiono	38
Riquadro II.A - Premi a termine: concetti, modelli e stime	41
Riquadro II.B - Rischio o incertezza?	44
Riquadro II.C - Cambiamenti nell'ecosistema del mercato dei cambi	46
Note di chiusura	49
III. L'economia mondiale: riprese economiche in fase di maturazione, cicli finanziari in fase di svolta?	51
Andamenti macrofinanziari a un punto di svolta?	51
Rischi per le prospettive	55
Rischi connessi al ciclo finanziario	56
Rischi per i consumi	59
Rischi per gli investimenti	60
Rischi originanti dal crescente protezionismo	63
Gli andamenti ciclici favorevoli aprono una finestra di opportunità	65
Riquadro III.A - Eccesso di debito delle famiglie e crescita a medio termine	66
Riquadro III.B - La sensibilità dei costi di produzione negli Stati Uniti alle tariffe sulle importazioni dalla Cina e dal Messico	68
Note di chiusura	70
IV. Politica monetaria: verso una normalizzazione	71
Sviluppi recenti	71
Fase di transizione per la politica monetaria internazionale	72

Evoluzione delle prospettive di inflazione	75
Aumento dell'inflazione a livello mondiale	75
I mercati del lavoro segnalano la presenza di un possibile aumento delle pressioni inflazionistiche?	77
Il calo del potere contrattuale dei lavoratori è influenzato da fattori di lungo termine.....	77
Implicazioni sulla crescita dei salari e l'inflazione	79
Avvio della Grande Normalizzazione?	81
Riquadro IV.A - Analisi della curva di Phillips dei salari	87
Riquadro IV.B - La valenza sempre più internazionale del comovimento dei costi del lavoro.....	89
Riquadro IV.C - Riduzione dei bilanci delle banche centrali	91
Riquadro IV.D - L'impatto sulle finanze pubbliche delle variazioni di tassi di interesse a fronte di ampi bilanci delle banche centrali.....	93
Note di chiusura.....	95
V. Il settore finanziario: prepararsi al futuro	97
Istituzioni finanziarie: si placano i venti contrari	97
Settore bancario.....	97
Altri soggetti finanziari	99
Modelli di business delle banche: la ricerca di profitti sostenibili.....	102
Segni di miglioramento, ma lo scetticismo persiste	103
Quali passi successivi?.....	105
Finanziamento in dollari USA: un punto determinante di scarico delle pressioni?.....	107
I rischi posti dal finanziamento in dollari USA.....	107
Implicazioni di policy.....	110
Riquadro V.A - L'allocazione del capitale bancario nel contesto di una pluralità di indicatori regolamentari	113
Riquadro V.B - Le banche e i servizi di prestiti online: da concorrenti a partner?.....	115
Riquadro V.C - La riforma dei fondi monetari statunitensi e il finanziamento internazionale in dollari USA delle banche non statunitensi.....	117
Note di chiusura.....	119
VI. Comprendere la globalizzazione	121
Interconnessioni delle aperture commerciale e finanziaria	122
L'evoluzione della globalizzazione.....	124
Commercio	125
Finanza.....	127
La globalizzazione ha raggiunto il suo picco?.....	129
Globalizzazione e benessere.....	130
Globalizzazione e crescita.....	131

Globalizzazione e disuguaglianze	132
Globalizzazione e stabilità finanziaria	133
Ottenere il massimo dalla globalizzazione	135
Riquadro VI.A - Una mappa della globalizzazione	138
Riquadro VI.B - Deglobalizzazione finanziaria nel settore bancario?	140
Riquadro VI.C - Globalizzazione e propagazione dei tassi di interesse	143
Note di chiusura	145
Riferimenti bibliografici	148
Allegato statistico	153
Organigramma della BRI al 31 marzo 2017	158
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari	159
Il Processo di Basilea	159
Gli incontri bimestrali e le altre consultazioni periodiche	159
Comitati e associazioni ospitati dalla BRI	161
Attività dei comitati ospitati dalla BRI e dell'ISF	162
Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	162
Comitato sul sistema finanziario globale	167
Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato	168
Comitato sui mercati	171
Central Bank Governance Group	172
Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics	172
Istituto per la stabilità finanziaria	173
Attività delle associazioni ospitate dalla BRI	175
Financial Stability Board	175
Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi	180
Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa	181
Analisi economica, ricerca e statistiche	183
Analisi e ricerca	184
Temi di ricerca	185
Iniziative statistiche in ambito internazionale	186
Altre aree di cooperazione internazionale	188
Servizi finanziari	188
Gamma dei servizi offerti	188
Uffici di rappresentanza	190
Ufficio asiatico	190
Ufficio per le Americhe	190
Governance e amministrazione della BRI	191
Assemblea generale delle banche centrali membri	191
Banche centrali membri della BRI	192

Consiglio di amministrazione.....	193
Modifiche dell'Articolo 27 dello Statuto della BRI riguardanti la composizione del Consiglio.....	193
Consiglio di amministrazione.....	195
Direzione.....	195
Attività e risultati finanziari.....	198
Il bilancio della Banca.....	198
Redditività.....	198
Allocazione e distribuzione degli utili.....	199
Dividendo proposto.....	199
Ripartizione proposta dell'utile netto per il 2016/17.....	200
Revisore indipendente.....	202

I capitoli a contenuto economico di questa Relazione sono andati in stampa tra il 14 e il 16 giugno 2017 e si basano su dati disponibili fino al 26 maggio 2017.

Convenzioni adottate in questa Relazione

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

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.

Economie avanzate: (EA) area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

Principali EA (G3): area dell'euro, Giappone e Stati Uniti.

Altre EA: Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

Economie emergenti (EME): 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.

Mondo: tutte le EA e le EME, come riportato.

Esportatori di materie prime (paesi la cui quota media delle materie prime sui proventi da esportazioni fra il 2005 e il 2014 è stata superiore al 40%): Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cile, Colombia, Indonesia, Norvegia, Nuova Zelanda, Perù, Russia, Sudafrica.

Gli aggregati nazionali utilizzati nei grafici e nelle tabelle potrebbero non coprire tutti i paesi elencati (dipende dai dati disponibili).

Codici paese

AO	Angola	GB	Regno Unito	NL	Paesi Bassi
AR	Argentina	GR	Grecia	NO	Norvegia
AT	Austria	HK	Hong Kong SAR	NZ	Nuova Zelanda
AU	Australia	HR	Croazia	PA	Panama
BA	Bosnia-Erzegovina	HU	Ungheria	PE	Perù
BE	Belgio	ID	Indonesia	PH	Filippine
BG	Bulgaria	IE	Irlanda	PK	Pakistan
BR	Brasile	IL	Israele	PL	Polonia
CA	Canada	IN	India	PT	Portogallo
CH	Svizzera	IS	Islanda	QA	Qatar
CL	Cile	IT	Italia	RO	Romania
CN	Cina	JP	Giappone	RU	Russia
CO	Colombia	KR	Corea	SA	Arabia Saudita
CY	Repubblica di Cipro	KW	Kuwait	SE	Svezia
CZ	Repubblica Ceca	KZ	Kazakhstan	SG	Singapore
DE	Germania	LT	Lituania	SI	Slovenia
DK	Danimarca	LU	Lussemburgo	SK	Slovacchia
DZ	Algeria	LV	Lettonia	TH	Thailandia
EA	Area dell'euro	LY	Libia	TR	Turchia
EE	Estonia	MK	Macedonia	TW	Taipei Cinese
ES	Spagna	MT	Malta	US	Stati Uniti
EU	Unione europea	MX	Messico	VE	Venezuela
FI	Finlandia	MY	Malaysia	VN	Vietnam
FR	Francia	NG	Nigeria	ZA	Sudafrica

Codici valuta

AUD	dollaro australiano
CHF	franco svizzero
EUR	euro
GBP	sterlina
JPY	yen giapponese
USD	dollaro USA

87^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 25 giugno 2017*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare l'87^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2017.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 827,6 milioni, a fronte di DSP 412,9 milioni nell'esercizio precedente. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2016/17 sono riportati nella sezione "Attività e risultati finanziari", alle pagine 198-99 di questa Relazione.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 167,4 milioni al versamento di un dividendo di DSP 300 per azione. Tale ammontare comprenderebbe un dividendo ordinario di DSP 225 per azione e un dividendo supplementare pari a DSP 75 per azione e sarebbe pagabile in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo oppure in franchi svizzeri.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 33,0 milioni al Fondo di riserva generale e i restanti DSP 627,2 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2016/17 sarà pagabile agli azionisti il 29 giugno 2017.

Basilea, 16 giugno 2017

JAIME CARUANA
Direttore generale

Presentazione dei capitoli a contenuto economico

Capitolo I – Verso una crescita resiliente

Nell'anno trascorso l'economia mondiale si è consolidata ulteriormente. La crescita si è riportata su valori prossimi alle medie di lungo periodo, i tassi di disoccupazione sono ridiscesi ai livelli prevalenti prima della crisi e i tassi di inflazione si sono portati in prossimità degli obiettivi delle banche centrali. In un contesto di prospettive a breve termine mai così positive da lungo tempo, questa Relazione annuale prende in esame quattro rischi che potrebbero minare la sostenibilità della crescita nel medio termine: un aumento dell'inflazione, le tensioni derivanti dalla maturazione del ciclo finanziario, una più debole dinamica dei consumi e degli investimenti che risente principalmente del peso del debito e una ripresa del protezionismo. In larga parte questi rischi trovano origine nella "triade del rischio" che ha avuto ampio risalto nella Relazione annuale dell'anno scorso, ovvero una crescita della produttività insolitamente bassa, livelli di indebitamento insolitamente elevati e margini di manovra delle politiche insolitamente limitati. Alla luce di ciò, la scelta strategica più promettente è quella di sfruttare i venti a favore per rafforzare le capacità di tenuta dell'economia, sia a livello nazionale sia a livello mondiale. Un elemento chiave è quello di innalzare il potenziale di crescita. A livello nazionale questo significa riequilibrare le politiche a favore delle riforme strutturali, alleviando l'onere eccessivo che ha gravato sulla politica monetaria e portando a compimento quadri di riferimento olistici in grado di tener conto in modo più sistematico del ciclo finanziario. A livello mondiale significa rafforzare l'approccio multilaterale alle politiche, l'unico in grado di far fronte alle sfide comuni che si profilano sullo scenario globale.

Capitolo II – Riorientamento dei mercati a seguito degli shock politici

Mentre si rasserenavano le condizioni economiche, i mercati finanziari hanno dovuto confrontarsi con un mutato contesto politico. Gli eventi di carattere politico hanno sorpreso gli operatori che hanno dovuto rapidamente adeguare i propri punti di vista sui mutati orientamenti di policy e le conseguenti implicazioni per l'economia. L'attenzione non è più stata rivolta alla politica monetaria per concentrarsi sugli eventi politici. Una conseguenza naturale di ciò è stato un cambiamento dei modelli da lungo tempo consolidati per la correlazione e per il rischio. Invece di generali oscillazioni tra le posizioni "risk-on" e "risk-off", gli investitori hanno cominciato a operare una maggiore differenziazione tra i settori e i paesi. Le divergenze così emerse tra i rendimenti obbligazionari delle principali economie hanno avuto a loro volta un effetto domino sui mercati dei cambi. Allo stesso tempo, si è aperto un divario tra l'aumento delle misure dell'incertezza politica e il calo ai minimi della volatilità dei mercati finanziari, laddove numerosi indicatori segnalavano un incremento dei rischi di coda. Le anomalie di prezzo emerse successivamente alla Grande Crisi Finanziaria (GCF) si sono ridotte sebbene non siano scomparse, suggerendo l'idea che tali anomalie potrebbero essere divenute una caratteristica più persistente dei mercati finanziari.

Capitolo III – L'economia mondiale: riprese economiche in fase di maturazione, cicli finanziari in fase di svolta?

La ripresa ciclica mondiale si è notevolmente consolidata nell'anno in rassegna e quasi tutte le principali economie si trovavano in fase espansiva all'inizio del 2017. Una determinante fondamentale della domanda aggregata sono stati i consumi, sebbene anche gli investimenti delle imprese abbiano dato segni di ripresa. Allo stesso tempo l'assottigliarsi delle misure della capacità inutilizzata indicava che l'espansione stava raggiungendo la sua fase matura. I cicli finanziari, in espansione in molti paesi, sostenevano la ripresa economica. Un certo numero di rischi di medio periodo per una espansione economica durevole sono in parte connessi al ciclo finanziario. Indicatori anticipatori di turbolenza finanziaria segnalano l'insorgere di rischi provenienti da livelli elevati del debito privato e dei prezzi degli immobili in numerose economie che non erano state al centro della GCF. Livelli elevati di indebitamento delle famiglie potrebbero porre un freno alla domanda in alcuni paesi, in particolare qualora un aumento dei tassi di interesse dovesse far crescere in maniera sostanziale gli oneri per il servizio del debito. Allo stesso tempo, l'effetto combinato di elevati debiti societari e di una debole crescita della produttività potrebbe pesare sugli investimenti, mentre un rinvigorirsi di spinte protezionistiche potrebbe danneggiare le prospettive economiche. Ciononostante, i venti a favore rivenienti dalla fase ciclica aprono una finestra di opportunità per perseguire politiche che aumentino la capacità di tenuta della crescita economica rendendola durevole e limitandone i rischi.

Capitolo IV – Politica monetaria: verso una normalizzazione

La politica monetaria ha continuato a essere generalmente molto accomodante, i tassi di interesse nominali e reali sono rimasti molto bassi e le dimensioni dei bilanci delle banche centrali sono rimaste considerevoli o si sono espanse ulteriormente. Sullo sfondo di un consolidamento della crescita gli andamenti dell'inflazione hanno avuto un ruolo centrale nelle decisioni delle banche centrali. Mentre i tassi di inflazione, in gran parte, hanno teso a riallinearsi agli obiettivi fissati dai mandati sulla stabilità dei prezzi delle banche centrali, la marcata riduzione della capacità inutilizzata del mercato del lavoro ha fatto sorgere interrogativi sui rischi di un aumento dell'inflazione. Ciò detto, una valutazione di tali rischi basata su andamenti storici del mercato del lavoro sembrerebbe indicare che non è probabile che essi diventino i rischi principali per la ripresa economica mondiale in corso. La normalizzazione delle politiche comporta sfide senza precedenti, in considerazione degli attuali livelli elevati del debito e della straordinarietà dell'incertezza. Una strategia basata su un approccio graduale e trasparente ha evidenti benefici ma non può essere considerata una panacea; potrebbe infatti incoraggiare ulteriori assunzioni di rischio e rallentare il recupero di margini di manovra da parte delle autorità.

Capitolo V – Il settore finanziario: prepararsi al futuro

Il settore finanziario si confronta con un contesto in fase di miglioramento ma tuttora non privo di sfide. Le prospettive a breve termine sono migliorate sostanzialmente. Al contempo, i margini di intermediazione rimangono schiacciati verso il basso nelle principali economie e il settore è ancora alle prese con forze strutturali quali l'innovazione tecnologica e le spinte al consolidamento. In un contesto in cui i principali capitoli delle riforme regolamentari stanno per chiudersi, si aprono opportunità, per le banche e altre istituzioni finanziarie, di aumentare ulteriormente la propria capacità di tenuta. Un'area d'attenzione è rappresentata dai mercati mondiali di finanziamento in dollari statunitensi, che resteranno probabilmente un punto determinante di scarico delle pressioni durante gli episodi di tensione sul mercato. Il fatto che le banche continuino massicciamente a fare affidamento sul finanziamento a breve termine in dollari statunitensi, associato all'elevato grado di concentrazione e di interconnessione di tale mercato, sottolinea l'importanza della cooperazione in materia di supervisione e di poter disporre di misure di sostegno adeguate. Il fine ultimo è di avere un sistema finanziario più robusto che sia di ausilio a sostenere la tenuta dell'economia mondiale.

Capitolo VI – Comprendere la globalizzazione

La globalizzazione dell'economia negli ultimi cinquant'anni ha fornito un contributo rilevante all'innalzamento del tenore di vita e alla riduzione della povertà. Esiste una forte interrelazione fra interscambio commerciale più stretto e integrazione finanziaria: il commercio internazionale non soltanto fa affidamento sulle interconnessioni finanziarie, ma tende anche a generarle. Insieme, il commercio e la finanza internazionale hanno intensificato la concorrenza e hanno favorito la diffusione della tecnologia, determinando guadagni in termini di efficienza e sospingendo la produttività aggregata. Come ogni altra forma pervasiva di cambiamento economico la globalizzazione pone delle sfide. Ad esempio, la globalizzazione ha coinciso con un aumento delle disuguaglianze in alcuni paesi, sebbene le analisi indichino che ciò sia da ascrivere principalmente alla tecnologia. Inoltre, l'apertura dei mercati finanziari espone le economie a influenze esterne destabilizzanti. Politiche nazionali adeguate possono accrescere gli apporti positivi della globalizzazione contenendo al contempo i costi di aggiustamento che ne derivano, mentre è compito della cooperazione internazionale complementare tali politiche al fine di tener conto delle interconnessioni a livello mondiale. È prioritario portare a compimento le riforme finanziarie internazionali. Le valute mondiali richiedono cooperazione internazionale, efficacia nella gestione delle crisi e una valutazione più sistematica delle ripercussioni sugli altri paesi e dei contraccolpi che ne rivengono.

I. Verso una crescita resiliente

Che differenza in un anno nell'economia mondiale! Sul piano dei fatti e, soprattutto, del clima di fiducia. I fatti delineano un quadro più roseo. Ci sono chiari segnali che la crescita ha preso slancio. Il sottoutilizzo della capacità produttiva nelle principali economie si è ridotto ulteriormente a tal punto che, in alcune di queste, i tassi di disoccupazione sono tornati a livelli coerenti con la piena occupazione. I dati sull'inflazione si sono ravvicinati agli obiettivi delle banche centrali e i rischi di deflazione non figurano più nelle proiezioni economiche. Ma ancora più marcato è stato il cambiamento nel clima di mercato: il pessimismo ha lasciato il posto alla fiducia. Lo scorso anno sottolineavamo che le condizioni non erano così negative come normalmente venivano raffigurate. Ora, sono pressoché scomparsi i timori di una stagnazione secolare e non si fa che parlare di risveglio degli *animal spirits* e di reflazione, sull'onda dell'esuberanza dei mercati finanziari. E con il risultato delle elezioni presidenziali statunitensi a fare da spartiacque, sono diventati gli eventi politici, e non più le prese di posizione delle banche centrali, la determinante principale dell'andamento dei mercati finanziari.

Eppure, nonostante il miglioramento delle prospettive a breve termine, i paradossi e le tensioni non mancano. La volatilità dei mercati finanziari ha avuto una caduta verticale, a dispetto dell'impennata degli indicatori di incertezza di politiche economiche. All'esuberanza dei mercati finanziari non ha fatto riscontro un incremento commisurato dei rendimenti obbligazionari. E la globalizzazione, un potente motore di crescita a livello mondiale, ha rallentato e vede profilarsi la minaccia del protezionismo.

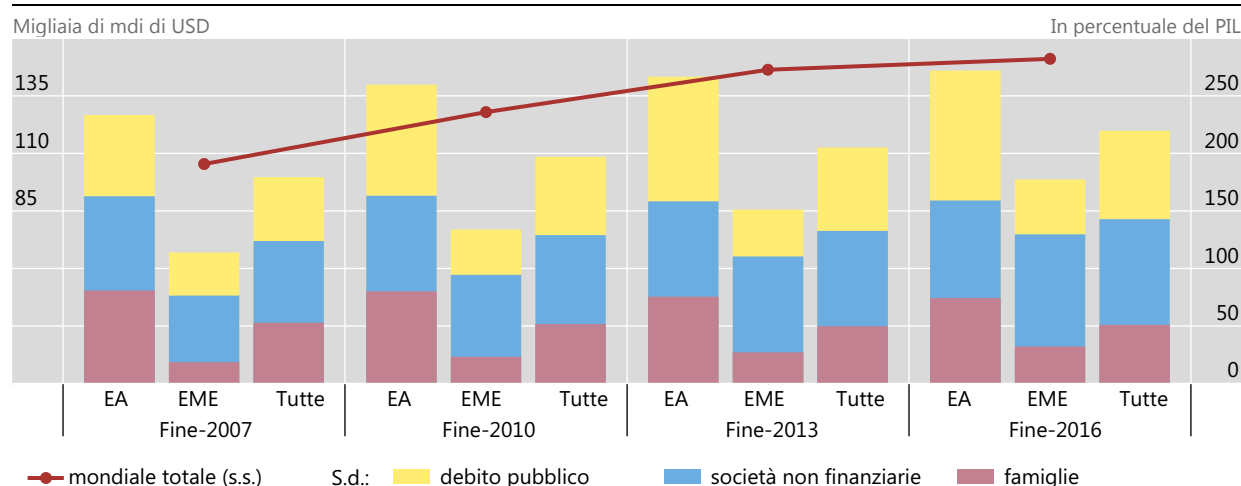
In questo contesto, il tema principale della Relazione annuale di quest'anno è la sostenibilità dell'espansione in corso. Quali sono i rischi nel medio termine? Che cosa dovrebbero fare i responsabili delle politiche per affrontarli? Siamo in grado di sfruttare le opportunità che offre un'economia più forte?

La Relazione annuale prenderà in esame quattro rischi (tralasciando quelli geopolitici) che potrebbero compromettere la sostenibilità della ripresa. Per cominciare, un aumento significativo dell'inflazione potrebbe soffocare l'espansione costringendo le banche centrali a inasprire la politica monetaria più del previsto. Questo scenario, tipico del dopoguerra, si è imposto all'attenzione lo scorso anno, pur in assenza di qualsiasi evidenza di un risveglio dell'inflazione. Il secondo rischio, meno considerato, è la possibilità che insorgano tensioni finanziarie gravi con la maturazione dei cicli finanziari, se la loro fase di contrazione dovesse tramutarsi molto più seriamente in un crollo. È quello che è successo in modo eclatante con la Grande Crisi Finanziaria (GCF). In terzo luogo, anche in assenza di tensioni finanziarie gravi, i consumi potrebbero indebolirsi sotto il peso del debito, senza che gli investimenti riescano a prendere il loro posto come motore principale della crescita. L'evidenza dimostra che la crescita trainata dai consumi è meno duratura, anche perché non riesce a generare incrementi sufficienti del capitale produttivo. Infine, c'è il pericolo che un'ascesa del protezionismo metta in discussione il sistema di apertura economica globale. La storia dimostra che le tensioni commerciali possono togliere linfa all'economia mondiale.

Può sembrare che non esista un collegamento fra questi rischi, ma non è così. Per esempio, un inasprimento della politica monetaria teso a contenere una ripresa dell'inflazione potrebbe innescare, o amplificare, una marcata contrazione finanziaria

Il debito mondiale continua ad aumentare

Grafico I.1



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

(*bust*) nei paesi più vulnerabili, in particolare se tassi ufficiali più alti coincidessero con una brusca inversione di rotta dei rendimenti obbligazionari e con un apprezzamento del dollaro statunitense: la forte espansione del debito denominato in dollari seguita alla crisi ha accresciuto le vulnerabilità, specialmente in alcune economie di mercato emergenti (EME). Un problema generale è di fatto rappresentato dalla sensibilità dell'economia mondiale agli aumenti dei tassi di interesse, considerato il persistente accumulo di debito in rapporto al PIL, che complica il processo di normalizzazione delle politiche (grafico I.1). Per fare un altro esempio, un ripiegamento sul protezionismo commerciale potrebbe scatenare tensioni finanziarie e accrescere le probabilità di un aumento dell'inflazione. E la ricomparsa, ancora una volta, di tensioni finanziarie sistemiche o semplicemente di una crescita molto più lenta, potrebbe innalzare la minaccia protezionistica oltre i livelli di guardia.

Alcuni di questi rischi affondano le loro radici in andamenti che si sono evoluti nell'arco di decenni, ma tutti sono stati profondamente influenzati dalla GCF e dall'imperfetto bilanciamento delle politiche adottate in risposta ad essa. Da qui nasce la "triade del rischio" evidenziata nella Relazione annuale dello scorso anno: una crescita della produttività insolitamente bassa, livelli di indebitamento insolitamente alti e margini di manovra delle politiche insolitamente limitati¹.

Considerando i rischi all'orizzonte, la scelta strategica più promettente è quella di sfruttare i venti favorevoli per rafforzare le capacità di tenuta dell'economia, sia a livello nazionale sia a livello mondiale. A livello nazionale, questo significa riequilibrare le politiche a favore delle riforme strutturali, alleviando l'onere eccessivo che ha gravato sulla politica monetaria e portando a compimento quadri di riferimento olistici per le politiche in grado di tener conto in modo più sistematico del ciclo finanziario, un fenomeno di medio termine che è stato fonte importante di vulnerabilità. Incrementare il potenziale di crescita dell'economia è cruciale. A livello mondiale, significa rafforzare l'approccio multilaterale alle politiche, il solo in grado di far fronte alle sfide comuni che si profilano sullo scenario globale.

Nel resto di questo capitolo introduttivo, passeremo brevemente in rassegna l'anno trascorso prima di analizzare i rischi a medio termine per la sostenibilità dell'espansione. Concluderemo esplorando le opzioni percorribili.

L'anno in retrospettiva

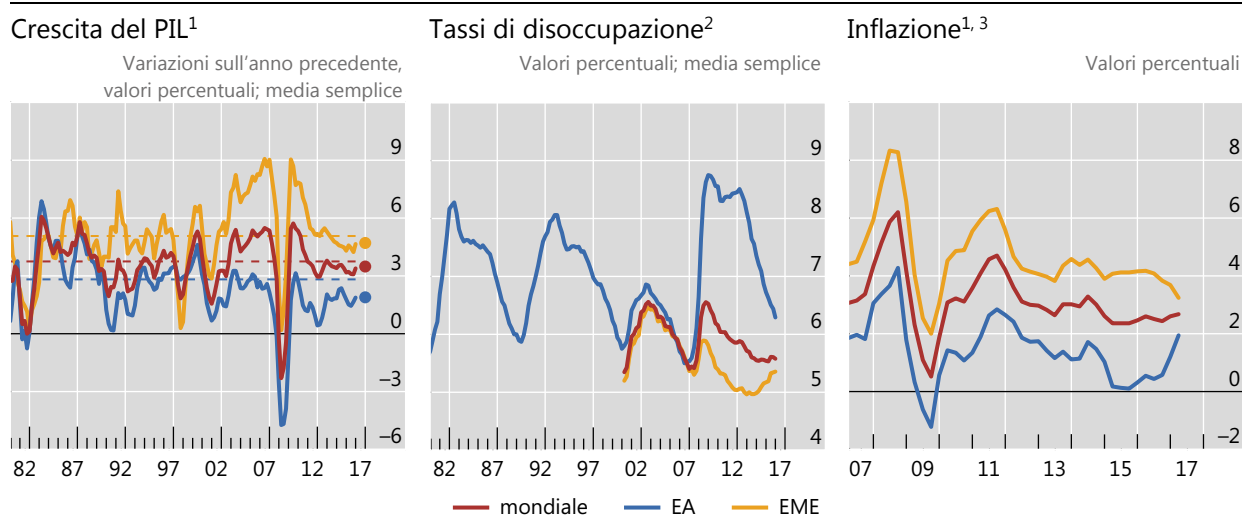
La crescita mondiale si è notevolmente rafforzata dalla pubblicazione della Relazione annuale dello scorso anno, superando le aspettative (Capitolo III e grafico I.2, diagramma di sinistra). Al momento, secondo le proiezioni, la crescita toccherà il 3,5% nel 2017 (previsione di consenso). Sarebbe un tasso in linea con la media storica di lungo periodo, anche se inferiore a quello, prossimo al 4%, sperimentato durante il "decennio d'oro" che ha preceduto la crisi. Il recupero è stato particolarmente marcato nelle economie avanzate, dove, nei primi mesi del 2017, gli indicatori della fiducia hanno raggiunto valori che non si vedevano da anni. L'andamento della crescita è stato più disomogeneo nelle EME, ma anche lì si è avuto un miglioramento, sospinto dall'aumento dei prezzi delle materie prime. In particolare, non si è verificato il brusco rallentamento paventato in Cina, grazie alle autorità intervenute nuovamente a sostegno dell'economia, seppure al costo di un'ulteriore espansione del debito.

La maturazione della ripresa economica ha assorbito una quota ulteriore della capacità inutilizzata, in particolare nei mercati del lavoro (Capitolo III e grafico I.2, diagramma centrale). I tassi di disoccupazione nelle principali economie avanzate hanno continuato a scendere. In alcune economie che erano state al centro della GCF, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, la percentuale dei senza lavoro è tornata ai livelli precedenti la crisi; in altre, come il Giappone, è nettamente al di sotto. La disoccupazione, pur restando comparativamente alta, è calata ulteriormente anche nell'area dell'euro, toccando livelli che non si registravano da otto anni.

L'inflazione, nel complesso, si è ravvicinata agli obiettivi delle banche centrali (Capitolo IV e grafico I.2, diagramma di destra). L'inflazione generale, sospinta in misura considerevole dall'aumento dei prezzi del petrolio, è salita leggermente in diverse economie avanzate; quella di fondo è rimasta più debole. L'inflazione si è

L'economia mondiale si rafforza e i tassi di inflazione convergono

Grafico I.2



Nel diagramma di sinistra i punti indicano le previsioni Consensus Economics per il 2017; le linee tratteggiate indicano le medie 1982-2007.

¹ Medie ponderate in base a PIL e tassi di cambio PPA. ² Medie ponderate in base ai livelli della forza lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. ³ Prezzi al consumo.

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

ridotta invece in alcune EME dove aveva superato l'obiettivo, anche e non in maniera trascurabile per effetto dei movimenti del tasso di cambio. Le previsioni di consenso per il 2017 indicano un moderato aumento a livello mondiale.

Il mutamento di clima nei mercati finanziari è stato veramente notevole (Capitolo II). Sulla scia delle elezioni negli Stati Uniti, dopo un calo di breve durata, i mercati si sono impennati sull'onda di un rinnovato ottimismo, che ha preso il posto dei timori per un futuro di crescita lenta. Confortato successivamente dalla pubblicazione di dati più positivi, il *reflation trade* è proseguito nei mesi seguenti. I mercati azionari sono balzati in alto e la volatilità è precipitata a livelli molto bassi segnalando un'elevata propensione al rischio. L'incremento dei rendimenti obbligazionari che era cominciato a luglio ha avuto un'accelerazione. Nel complesso, tuttavia, i rendimenti obbligazionari hanno continuato a gravitare ancora all'interno di intervalli bassi rispetto ai valori storici e a maggio 2017, esauritasi la spinta del *reflation trade*, i guadagni erano stati in gran parte riassorbiti. Il dollaro statunitense ha seguito un andamento ancora più altalenante, crescendo con decisione fino all'inizio del 2017 per poi recedere dal suo apprezzamento.

Altrettanto notevole è stato il cambiamento nelle forze trainanti dei mercati (Capitolo II). La politica, segnatamente il voto del Regno Unito per lasciare l'Unione Europea (Brexit) e soprattutto le elezioni negli Stati Uniti, ha preso il posto che occupavano le banche centrali. Analogamente, le fasi di ottimismo/pessimismo – che, spesso e volentieri, dalla crisi in poi, erano innescate da dichiarazioni e azioni delle banche centrali – hanno ceduto il passo a uno schema più differenziato, sincronizzato con dichiarazioni ed eventi politici. Da qui derivano, in particolare, gli andamenti maggiormente eterogenei dei prezzi finanziari per classi di attività, settori e regioni, riscontrati sulla scia delle elezioni negli Stati Uniti e alla luce delle nuove prospettive di politiche di bilancio espansive, riduzioni delle tasse, deregolamentazione e protezionismo. Parallelamente a questo mutamento, si è venuto a creare uno scarto senza precedenti fra gli indicatori di incertezza delle politiche economiche, balzati verso l'alto, e le misure della volatilità sui mercati finanziari, precipitate verso il basso.

Detto questo, le banche centrali hanno continuato a esercitare una forte influenza sui mercati. Per effetto soprattutto delle prospettive di politica monetaria e degli acquisti di attività da parte delle banche centrali, si è aperto un divario insolitamente ampio fra la curva dei rendimenti in dollari USA da un lato e quelle in euro e in yen dall'altro. Ciò ha contribuito a ingenti flussi di portafoglio a valute incrociate, spesso con copertura valutaria, aiutando a spiegare un'anomalia di mercato sconcertante: la violazione della parità coperta dei tassi di interesse (Capitolo II). Il corrispondente premio sul finanziamento in dollari attraverso il mercato dei cambi rispetto al costo sul mercato monetario, inoltre, ha segnalato un uso più limitato della capacità di bilancio da parte delle banche. Queste ultime sono state più restie, rispetto a prima della crisi, a impegnarsi in attività di arbitraggio che impegnassero in modo pesante il loro bilancio (Capitolo V).

Le condizioni e le prospettive a breve termine del settore finanziario sono migliorate, ma sono rimaste difficili (Capitolo V). Le prospettive di un innalzamento dei tassi di interesse e di un rafforzamento dell'economia sono uno dei fattori che hanno consentito ai titoli bancari di sopravanzare il resto del mercato. Nei paesi colpiti dalla crisi i profitti sono cresciuti leggermente, facilitando gli sforzi delle banche per ricostituire la loro dotazione patrimoniale. Inoltre, nei paesi che stanno sperimentando una forte espansione del ciclo finanziario, la redditività è stata generalmente più alta. Ciononostante, lo scetticismo di mercato è perdurato, come evidenziato dai livelli relativamente bassi del rapporto tra capitalizzazione di borsa e

patrimonio netto (*price-to-book*) o del merito di credito per molte banche. Sono state colpite in particolare le banche dell'area dell'euro, che hanno dovuto fare i conti con un eccesso di capacità produttiva e livelli elevati di crediti deteriorati in alcuni paesi membri. La redditività del settore assicurativo nelle principali economie avanzate è rimasta più o meno invariata, penalizzata, ancor più di quella del settore bancario, dal persistere di una situazione di tassi di interesse bassi.

La sostenibilità

Questa breve rassegna dell'anno trascorso indica che l'andamento dell'economia mondiale è notevolmente migliorato e che le prospettive a breve termine sono rosee come non accadeva da parecchio tempo. Inoltre, lo scenario centrale delineato dalle previsioni del settore privato e di quello pubblico evidenzia un ulteriore, graduale miglioramento: i venti contrari si attenuano, l'economia mondiale prende velocità, la politica monetaria si normalizza in modo graduale e l'espansione si consolida e diventa sostenibile. Gli umori dei mercati finanziari sono più o meno in linea con questo scenario.

Come sempre, però, questi esiti non possono essere dati per scontati. Dallo scoppio della GCF in poi le aspettative dei mercati e delle autorità sono più volte andate deluse. Senza contare, poi, che le previsioni macroeconomiche oltre il breve termine generalmente hanno un valore limitato: per loro stessa costruzione partono dal presupposto di un ritorno verso le tendenze di lungo periodo, ed è questa è una delle ragioni per cui non sono in grado di prevedere le recessioni. L'attuale fase espansiva, inoltre, sebbene complessivamente il suo ritmo sia stato moderato, è già ora una delle più lunghe registrate.

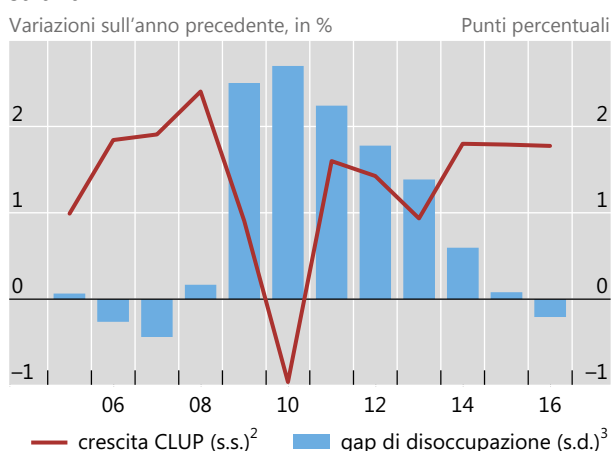
In questo contesto, vale la pena esaminare i rischi a medio termine più importanti per questo scenario. Prenderemo, dunque, in esame qui di seguito, nell'ordine, una ripresa dell'inflazione, i rischi legati al ciclo finanziario, la eventualità che gli investimenti non riescano a trainare la crescita in caso di un rallentamento dei consumi, e la minaccia protezionistica che potrebbe, attraverso le ripercussioni sull'interscambio, riportare indietro le lancette della globalizzazione.

Inflazione

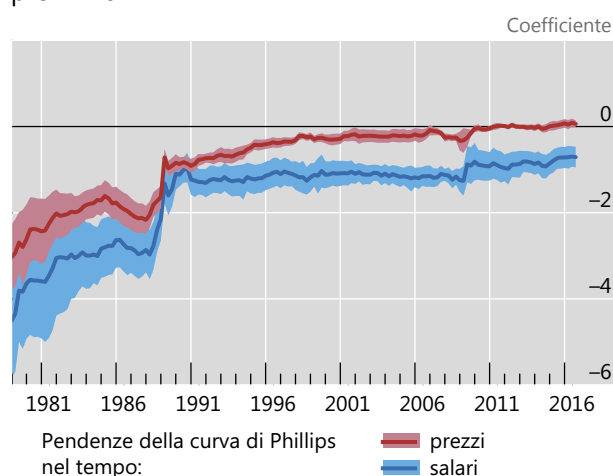
Nel dopoguerra, l'elemento scatenante delle recessioni è stato di regola un aumento dell'inflazione che costringeva le banche centrali ad adottare politiche monetarie fortemente restrittive. Quest'ultima recessione ha rappresentato un'eccezione: a fronte di un limitato inasprimento della politica monetaria, il ruolo fondamentale è stato svolto dal crollo sotto il proprio stesso peso di un boom finanziario. C'è qualche possibilità che lo schema prevalente nel dopoguerra torni a interpretare un ruolo centrale (Capitolo IV)?

A prima vista esistono elementi per ritenere che l'inflazione potrebbe aumentare in modo significativo (grafico I.3, diagramma di sinistra). Ha già cominciato a risalire, ma soprattutto la capacità inutilizzata si sta assottigliando, come suggerito dalle stime sul rapporto fra il prodotto e il suo potenziale (*output gap*) nonché, ancor più, dagli indicatori del mercato del lavoro. E tutto ciò sta accadendo simultaneamente in più paesi, cosa da non sottovalutare data l'evidenza empirica che indica che anche le stime della capacità inutilizzata a livello mondiale sono utili a prevedere l'inflazione

Cala la disoccupazione, aumentano le pressioni salariali¹



I salari rimangono sensibili alla disoccupazione, i prezzi no⁴



¹ Per Canada, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti; previsioni dopo il 2015. ² CLUP = costo del lavoro per unità di prodotto. Media ponderata costruita utilizzando pesi mobili di PIL e PPA. ³ Tasso di disoccupazione meno il tasso di disoccupazione non accelerante l'inflazione (tasso di disoccupazione di equilibrio); media ponderata in base ai livelli della forza lavoro. ⁴ Stime in una finestra mobile di 15 anni e intervalli di confidenza rilevati in un gruppo di economie del G7. Cfr. il Capitolo IV per dettagli.

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

oltre a quelle a livello nazionale. Questi segnali suggeriscono che sarebbe imprudente adagiarsi troppo sul fatto che il recente aumento dell'inflazione abbia rispecchiato essenzialmente un incremento del prezzo del petrolio: potrebbero preannunciare una spinta inflazionistica più accentuata in futuro.

Al contempo, va detto che una fiammata inflazionistica sostanziale e duratura non appare probabile (Capitolo IV). Il legame tra sottoutilizzo della capacità produttiva e inflazione dei prezzi da diverso tempo ormai appare alquanto labile (grafico I.3, diagramma di destra). Il corrispondente legame tra sottoutilizzo della manodopera e inflazione dei salari appare più affidabile. Ciononostante, alcuni dati segnalano che è meno forte di un tempo, coerentemente con la minore capacità della manodopera di ottenere salari più alti (*pricing power*), espressa dagli indicatori del mercato del lavoro (stesso diagramma). A sua volta, il legame tra incrementi nel costo del lavoro per unità di prodotto e inflazione dei prezzi si è dimostrato sorprendentemente debole.

Le ragioni di fondo di questi andamenti non sono ben chiare. Una possibilità è che siano dovuti alla maggiore credibilità delle banche centrali nel contrastare l'inflazione. Un'altra è che siano frutto principalmente di pressioni disinflazionistiche di più lungo periodo, associate alla globalizzazione e all'ingresso di produttori a basso costo nel sistema commerciale mondiale, in particolare la Cina e gli ex paesi comunisti. In combinazione con le pressioni connesse al progresso tecnologico, questi andamenti verosimilmente hanno indebolito sia il potere contrattuale dei lavoratori sia il potere di imporre i prezzi delle imprese, rendendo meno probabili le spirali salari-prezzi del passato.

Questi argomenti spingono a pensare che un risveglio dell'inflazione, anche se non può essere escluso, probabilmente non rappresenta la principale minaccia per la ripresa, almeno nel breve termine. A giudicare dai prezzi delle attività finanziarie, gli operatori del mercato finanziario sembrano condividere questa opinione.

Rischi legati al ciclo finanziario

Alla luce di quanto detto in precedenza, il ruolo potenziale dei rischi legati al ciclo finanziario diventa un tema preminente. La causa principale della prossima recessione sarà forse più simile a quella dell'ultima: un tracollo del ciclo finanziario. Le recessioni dei primi anni novanta in una serie di economie avanzate, pur senza avvicinarsi alla profondità e all'ampiezza di quella più recente, cominciavano a esibire caratteristiche simili: erano state precedute da aumenti sproporzionati del credito e dei prezzi degli immobili, che erano poi crollati nel momento in cui le autorità monetarie avevano cominciato ad adottare politiche restrittive, determinando tensioni finanziarie e bancarie. Per le EME, inoltre, le crisi finanziarie collegate ai tracolli del ciclo finanziario hanno avuto un ruolo di primo piano, spesso innescate o amplificate dalla perdita di finanziamenti esterni; un esempio in questo senso è la crisi asiatica di una ventina di anni fa.

Gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie costruiti sulla scorta di quanto detto in precedenza prefigurano effettivamente rischi potenziali (Capitolo III). Tali rischi non sono manifesti nei paesi al centro della GCF, dove i boom finanziari interni erano crollati su se stessi, come gli Stati Uniti, il Regno Unito o la Spagna. In questi paesi si è avuta una certa riduzione della leva finanziaria e la fase di espansione del ciclo finanziario è ancora relativamente giovane. La maggiore ragione di inquietudine per il breve termine nelle economie colpite dalla crisi è il fatto che in alcuni paesi, soprattutto nell'area dell'euro e in particolare in quelli dove le posizioni di bilancio del settore pubblico appaiono a loro volta fragili, le banche non sono riuscite a risanare fino in fondo i loro bilanci (Capitolo V). Le incertezze politiche aggravano queste inquietudini.

I classici segnali di rischi legati al ciclo finanziario sono invece evidenti in diversi paesi che erano stati colpiti solo marginalmente dalla GCF, e dove successivamente l'espansione finanziaria aveva preso velocità. Questo gruppo comprende molte EME, inclusa la più grande di tutte, e una serie di economie avanzate, in particolare alcuni paesi esportatori di materie prime sospinti dal lungo boom di questi beni seguito alla crisi. In tutte queste economie, naturalmente, i tassi di interesse finora sono stati molto bassi o addirittura negativi, mentre l'inflazione è rimasta su livelli contenuti o ha addirittura ceduto il passo alla deflazione, nonostante il buon andamento dell'economia. I cicli finanziari, all'interno di questo gruppo, si trovano in fasi differenti: in alcuni casi, come in Cina, i boom continuano e si avvicinano alla fase di maturazione; in altri, come in Brasile, la svolta verso il basso è già avvenuta ed è intervenuta una recessione, sebbene non sia sfociata in una crisi finanziaria.

Le EME hanno un problema in più a cui far fronte: l'alto debito, in termini relativi, in valuta estera, soprattutto in dollari statunitensi (Capitoli III, V e VI). Il debito in dollari in passato ha giocato spesso e volentieri un ruolo decisivo nelle crisi finanziarie delle EME, o come fattore di innesco, per esempio quando i flussi lordi di capitali denominati in dollari invertivano rotta, o come fattore amplificatore. La concomitanza di un deprezzamento della valuta nazionale e di un incremento dei tassi di interesse in dollari può risultare fatale in presenza di importanti disallineamenti valutari (*currency mismatches*). Dal 2009 alla fine del 2016 il credito in dollari verso soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti – uno dei più importanti indicatori BRI delle condizioni di liquidità globali – è balzato in alto di circa il 50%, arrivando intorno ai \$10 500 miliardi; solo per quelli delle EME è più che raddoppiato, fino a \$3 600 miliardi.

Rispetto al passato, diversi fattori attenuano il rischio legato all'indebitamento in valuta estera. I paesi hanno adottato regimi di cambio più flessibili che, pur non essendo una panacea, dovrebbero ridurre la probabilità di crac valutari e limitare ex ante la propensione al rischio di cambio. Inoltre, si sono costruiti degli scudi valutari che dovrebbero ammortizzare il colpo in caso di tensioni, e il debito in valuta estera in rapporto al PIL complessivamente non è ancora arrivato ai livelli raggiunti prima di altre crisi finanziarie. In effetti, diversi paesi sono riusciti ad assorbire forti correzioni del tasso di cambio negli ultimi anni. Nonostante tutto questo, le vulnerabilità non vanno prese alla leggera, quantomeno nei paesi in cui grandi quantità di debito in valuta estera coincidono con forti boom finanziari interni. È uno dei motivi per cui una stretta della politica monetaria statunitense e un apprezzamento del dollaro possono segnalare un disimpegno del mercato finanziario mondiale e una maggiore avversione al rischio, con il dollaro che agisce come una sorta di "spia della paura"².

Più in generale, se da un lato gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie trasmettono la sensazione generale di un accumulo di rischio, dall'altro va considerato che presentano diversi limiti. In particolare, ci dicono ben poco riguardo al momento preciso in cui le tensioni si materializzeranno, la loro intensità o la loro esatta dinamica. D'altronde, i responsabili delle politiche dopo la crisi hanno preso misure importanti per rafforzare il quadro regolamentare e prudenziale, che potrebbero alterare le relazioni statistiche riscontrate nei dati. Per esempio, molte EME hanno fatto ricorso a un ampio ventaglio di misure macroprudenziali per tenere sotto controllo il ciclo finanziario: anche se questi provvedimenti non sono riusciti a evitare l'accumulo di forti boom finanziari, possono migliorare la capacità di tenuta del sistema finanziario all'inversione che ne consegue. Come indica l'esperienza del Brasile, tutto ciò non previene necessariamente una recessione, ma può contenere il rischio di una crisi finanziaria. Questi limiti suggeriscono che gli indicatori vanno trattati con cautela.

Consumi e investimenti

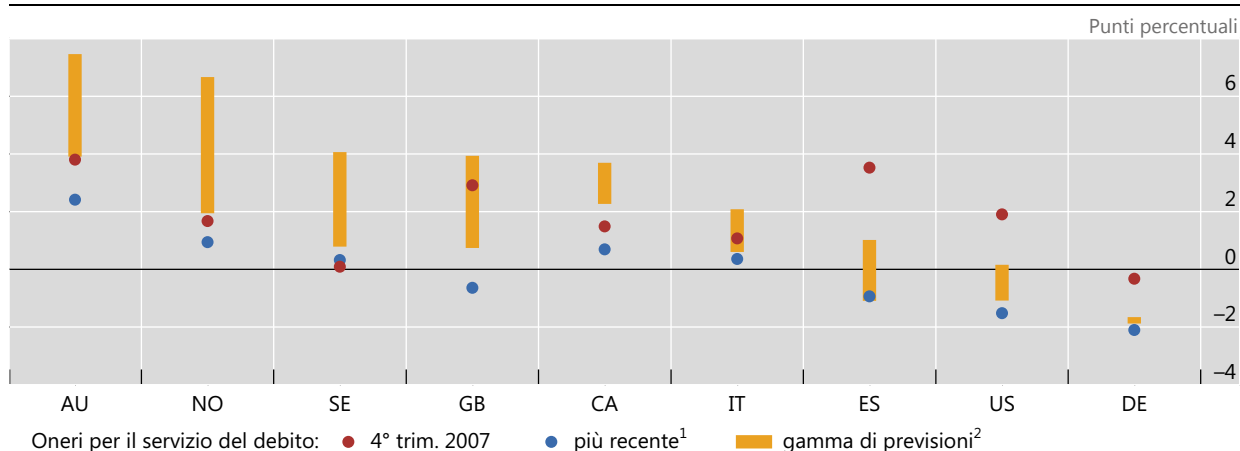
Anche in assenza di gravi tensioni finanziarie, l'espansione potrebbe finire a causa della debolezza della domanda interna aggregata (Capitolo III). In molti paesi, la recente espansione è stata trainata dai consumi, che sono cresciuti a ritmi superiori a quelli del PIL, mentre gli investimenti fino a poco tempo fa sono rimasti su livelli relativamente modesti. Esiste la possibilità di un rallentamento dei consumi? E quali sono le prospettive per un rafforzamento sostenuto degli investimenti? Naturalmente, l'espansione sarebbe più sostenibile se gli investimenti diventassero il motore principale della crescita, perché in questo modo si rafforzerebbe la produttività e si contribuirebbe a tenere sotto controllo le pressioni inflazionistiche nel medio termine. L'evidenza empirica, che indica che una crescita trainata dai consumi è meno sostenibile, è coerente con questa visione.

I consumi potrebbero indebolirsi come conseguenza di miglioramenti più contenuti dell'occupazione una volta raggiunti i limiti di capacità sul mercato del lavoro, ma le cause principali di vulnerabilità sono ascrivibili al perdurante accumulo di debito, a volte sulla scorta di prezzi delle attività alti rispetto ai parametri storici. Cali dei prezzi delle attività potrebbero mettere sotto pressione i bilanci, specialmente se coincidessero con un aumento dei tassi di interesse. Le ricerche della BRI hanno messo in evidenza il ruolo importante, ma sottovalutato, degli oneri per il servizio del debito come fattore che determina la spesa (Capitolo III).

Sensibilità ai tassi di interesse degli oneri per il servizio del debito per il settore delle famiglie

Deviazioni dalle medie di lungo periodo per i singoli paesi

Grafico I.4



¹ 4° trimestre 2016; per Australia, Italia, Norvegia e Stati Uniti, 3° trimestre 2016. ² Proiezioni a 3 anni degli oneri per il servizio del debito per il settore delle famiglie secondo vari scenari di tasso di interesse. Basate sui VAR dei singoli paesi, che includono il rapporto credito/reddito delle famiglie, i tassi di interesse sul debito delle famiglie, i prezzi reali degli immobili residenziali, il PIL reale e il tasso del mercato monetario a 3 mesi. Cfr. il Capitolo III per maggiori dettagli.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Un'analisi della sensibilità dei consumi ai tassi di interesse indotta dagli oneri per il servizio del debito segnala l'esistenza di vulnerabilità (Capitolo III e grafico I.4). Tali vulnerabilità sono evidenti in quelle economie che hanno sperimentato un boom del credito alle famiglie dopo la crisi, spesso accompagnato da forti incrementi dei prezzi degli immobili: fra queste figurano un numero di EA e alcune EME. Incrementi dei tassi di interesse superiori a quelle che sono le quotazioni correnti dei mercati potrebbero indebolire notevolmente i consumi. Per contro, in alcuni paesi colpiti dalla crisi, come gli Stati Uniti, il margine di sicurezza è notevolmente più ampio in seguito alla riduzione della leva finanziaria già avvenuta.

Dopo la crisi, gli investimenti sono stati piuttosto fiacchi in rapporto al PIL, quantomeno nelle economie avanzate (Capitolo III). Questo calo è stato frutto, in parte, di una correzione negli investimenti residenziali dopo il boom precedente alla crisi, ma anche di un declino della componente non residenziale. Nelle EME, gli investimenti in generale hanno dimostrato una maggiore tenuta, grazie in particolare al forte incremento registrato in Cina e alla spinta, a esso collegata, dei prezzi delle materie prime. La debolezza degli investimenti dopo la crisi, abbinata a un'allocazione distorta delle risorse, ha sicuramente contribuito all'ulteriore rallentamento nella crescita della produttività. Esiste la possibilità che la recente e gradita ripresa degli investimenti non si rafforzi a sufficienza?

I tassi di interesse sono importanti per gli investimenti, ma i profitti, l'incertezza e i flussi di cassa giocano un ruolo più rilevante. In quest'ottica, i valori molto alti degli indicatori di incertezza sulle politiche possono rappresentare un motivo di preoccupazione, ma finora non hanno indebolito la recente risalita. Nelle EME una ragione di preoccupazione è il drastico incremento del debito delle imprese in numerose economie, in alcuni casi in valuta estera. L'evidenza empirica infatti indica un collegamento tra l'apprezzamento del dollaro USA e la debolezza degli investimenti in molte EME (Capitolo III). Spicca il caso della Cina, alla luce della combinazione di tassi di investimento senza precedenti finanziati con il debito e di

segnali dell'esistenza di eccesso di capacità e di imprese non redditizie. Un drastico rallentamento in questo paese potrebbe provocare ripercussioni molto più ampie nelle EME, anche attraverso una caduta dei prezzi delle materie prime.

Deglobalizzazione

Dallo scoppio della GCF, le argomentazioni a favore del protezionismo non hanno smesso di guadagnare terreno e ciò è avvenuto nel quadro di una reazione sociale e politica più generale contro la globalizzazione. Riportare indietro le lancette della globalizzazione infliggerebbe un grave colpo alle prospettive di un'espansione forte e sostenuta. Gli investimenti sarebbero la prima vittima, considerando il loro stretto legame con l'interscambio commerciale, ma il terremoto che colpirebbe gli assetti istituzionali e i regimi di politica economica avrebbe un impatto più ampio e duraturo. Vale la pena esplorare questi temi più nel dettaglio, ed è per questo che vi dedichiamo un intero capitolo in questa Relazione annuale (Capitolo VI).

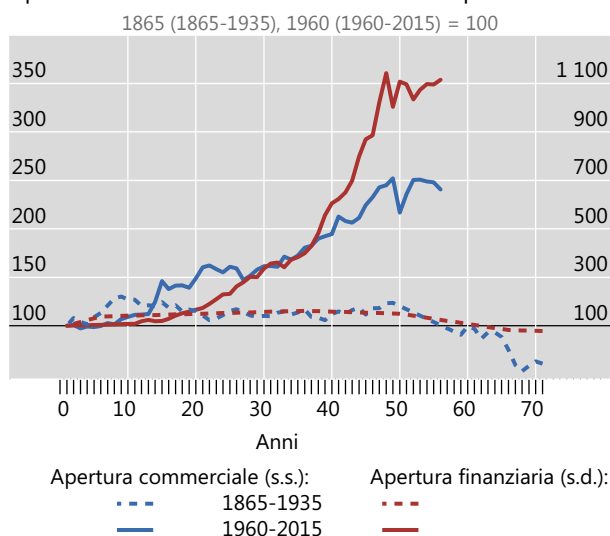
Com'è ben noto, il graduale processo di integrazione a cui ha assistito l'economia mondiale dalla seconda guerra mondiale in poi, e che ha fatto un enorme balzo in avanti dopo la fine della guerra fredda, non è inedito (grafico I.5, diagramma di sinistra). Una prima ondata di globalizzazione ebbe luogo a partire dalla seconda metà del XIX secolo, si consolidò durante il periodo del sistema aureo (*gold standard*) e subì un colpo pesantissimo con la prima guerra mondiale, prima di affondare definitivamente un decennio dopo sulla scia della Grande Depressione.

Fra le due ondate ci sono somiglianze, ma anche differenze importanti. In entrambi i casi si è assistito a un forte aumento dell'integrazione reale e finanziaria dell'economia, trainato da decisioni politiche e supportato dall'innovazione tecnologica. Sul piano economico, tuttavia, l'ondata di globalizzazione più recente ha avuto una maggiore ampiezza e profondità, anche se ha fatto meno affidamento sui flussi migratori. Di qui la crescita senza precedenti delle catene del valore mondiali (CVM) e degli impieghi finanziari transfrontalieri.

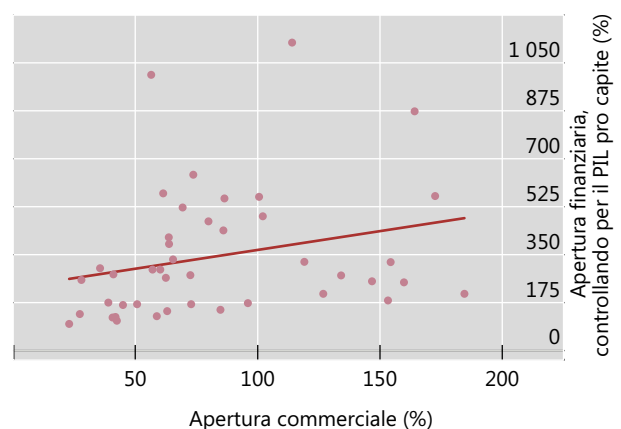
Apertura finanziaria e commerciale

Grafico I.5

Apertura finanziaria e commerciale nel tempo



Apertura finanziaria e commerciale nei vari paesi, 2015



Fonti: cfr. il Capitolo VI per maggiori dettagli.

Anche se c'è una tendenza naturale a trattare la globalizzazione reale e quella finanziaria separatamente, sono due fenomeni interconnessi. Le esportazioni e le importazioni fanno forte affidamento sul finanziamento internazionale. La struttura proprietaria transnazionale delle imprese attraverso gli investimenti diretti esteri (IDE) potenzia i commerci, diffonde le competenze organizzative e tecnologiche e dà vita a operatori globali. Le banche e altri fornitori di servizi tendono a seguire i loro clienti in tutto il mondo. I servizi finanziari stessi rappresentano una fetta crescente dell'attività economica e degli scambi commerciali. Infine, i confini nazionali sono stati resi ancora meno rilevanti dall'uso largamente preponderante di una manciata di valute internazionali, soprattutto il dollaro statunitense, come mezzo di regolamento e unità di conto per scambi commerciali e contratti finanziari.

Uno sguardo ai dati conferma l'esistenza di una stretta relazione tra globalizzazione reale e globalizzazione finanziaria. Nei vari paesi, lo schema dei legami finanziari riflette abbastanza bene quello degli scambi commerciali (Capitolo VI e grafico I.5, diagramma di destra). Nel corso della storia ci sono stati periodi, come l'epoca di Bretton Woods, in cui i responsabili delle politiche ricercavano una maggiore integrazione dei commerci, ma al tempo stesso limitavano deliberatamente l'integrazione finanziaria, per conservare una maggiore autonomia nella determinazione delle politiche. Con il passare del tempo, tuttavia, quei regimi si sono dimostrati insostenibili e l'integrazione finanziaria è cresciuta rapidamente.

Detto questo, il versante finanziario ha anche sviluppato una vita propria. Se guardiamo all'incidenza tra paesi, ciò riflette, in particolare, i benefici dell'agglomerazione, che determinano una concentrazione dell'attività finanziaria nei centri finanziari, e l'arbitraggio fiscale, che incoraggia le imprese a stabilire la loro sede in determinati paesi. Dall'inizio degli anni novanta in poi, i legami finanziari sono cresciuti a un ritmo nettamente superiore a quello degli scambi commerciali, contrariamente a ciò che successe, secondo quanto suggeriscono i dati di cui disponiamo, ai tempi della prima ondata di globalizzazione.

Alcuni riscontri indicano che la globalizzazione ha rallentato dopo la crisi, ma non è in ritirata. Gli scambi commerciali in rapporto al PIL mondiale e le CVM si sono stabilizzati. E mentre l'integrazione finanziaria in generale sembra aver frenato, i prestiti bancari sono arretrati. Tuttavia, uno sguardo più attento alle statistiche BRI indica che questa contrazione riflette in gran parte un arretramento delle banche dell'area dell'euro ed è di natura regionale. Le banche asiatiche e di altre parti del mondo hanno raccolto il testimone e l'integrazione non ha fatto marcia indietro. Inoltre, l'emissione di titoli è cresciuta più rapidamente dei prestiti bancari, in linea con l'ascesa di investitori istituzionali e gestori patrimoniali.

Dal punto di vista delle politiche, le ragioni del rallentamento sono importanti. Non sarebbe un problema grave se fosse semplicemente frutto di fattori ciclici e decisioni economiche liberamente prese. Il calo dei legami commerciali e finanziari sembra avere in buona parte queste caratteristiche. Sarebbe più preoccupante invece se fosse frutto di una preferenza nazionale. Sia nei commerci che nella finanza, ci sono segnali anche in questo senso: da qui l'incremento delle restrizioni commerciali e delle misure di separazione (*ring-fencing*) nel settore finanziario. Sicuramente alcune di queste decisioni sono giustificate, ma potrebbero preannunciare una reazione ostile più ampia e distruttiva.

Dati statistici ufficiali, osservazioni empiriche e la semplice logica indicano che la globalizzazione è una delle principali forze che hanno sostenuto la crescita economica mondiale e il miglioramento dei tenori di vita. Essa ha contribuito a sottrarre alla povertà ampie fette della popolazione mondiale, e a ridurre la

disuguaglianza tra paesi. Immaginare che le EME avrebbero potuto crescere così tanto senza essere integrate nell'economia mondiale è semplicemente impossibile. Concettualmente, l'integrazione allarga la conoscenza, incoraggia la specializzazione e consente di dislocare la produzione dove i costi sono più bassi. Gli economisti la definirebbero una serie di forti shock positivi dal lato dell'offerta, che a loro volta favoriscono la domanda.

Al tempo stesso, è ben noto anche che la globalizzazione pone dei problemi. Il primo è che i benefici a volte non sono equamente distribuiti, specie se le economie non sono pronte o in grado di adattarsi. Gli scambi commerciali spostano lavoratori e capitali verso i settori maggiormente esposti alla concorrenza internazionale. Inoltre, possono incrementare la disuguaglianza di reddito in alcuni paesi. Aprire gli scambi commerciali con paesi che dispongono di manodopera abbondante e a buon mercato mette sotto pressione i salari in quei paesi dove è più scarsa e costosa, e può erodere il potere contrattuale della manodopera, far pendere la bilancia della distribuzione del reddito dalla parte del capitale e allargare il divario tra lavoratori qualificati e non qualificati. Il secondo problema è che liberalizzare i movimenti dei capitali senza salvaguardie sufficienti può esporre il paese a maggiori rischi finanziari.

L'evidenza empirica conferma, ma al tempo stesso circoscrive, l'impatto sui mercati del lavoro e sulla distribuzione del reddito (Capitolo VI). I lavori a bassa qualifica sono migrati verso produttori a basso costo rispecchiando le perdite in grossi segmenti dell'industria nelle economie meno competitive. E se da un lato gli studi hanno riscontrato un impatto sulla disuguaglianza di reddito, dall'altro sono giunti alla conclusione che in generale la tecnologia ha influito molto di più in tal senso: i meccanismi sono simili e inevitabilmente interagiscono fra loro, ma il fatto che la tecnologia si estenda all'intera economia rende la sua influenza più pervasiva.

È anche largamente riconosciuto, ormai, che una maggiore apertura finanziaria può convogliare instabilità finanziaria. Esattamente come per la liberalizzazione finanziaria interna, se non vengono predisposte misure di salvaguardia sufficienti l'apertura può accrescere l'ampiezza dei boom e bust finanziari, la cosiddetta "prociclicità" del sistema finanziario. Nell'85^a *Relazione annuale* abbiamo dedicato un intero capitolo a questo argomento, esplorando i punti deboli del sistema monetario e finanziario internazionale³. Il libero flusso di capitale finanziario tra nazioni e valute può incoraggiare reazioni eccessive dei tassi di cambio, esasperare l'accumulo di rischi e ingigantire le tensioni finanziarie: in altre parole, può incrementare l'"eccesso di elasticità" del sistema. Il ruolo dominante del dollaro statunitense come valuta internazionale accresce il problema, perché amplifica la divergenza tra gli interessi del paese di emissione e il resto del mondo⁴. Da questo ha origine la sproporzionata influenza della politica monetaria statunitense sulle condizioni monetarie e finanziarie a livello mondiale.

Questi effetti collaterali della globalizzazione non implicano che si debba fare marcia indietro, ma segnalano la necessità di governare e gestire la globalizzazione in maniera adeguata (cfr. infra). Tornare indietro avrebbe conseguenze negative nel breve e nel lungo termine. Nel breve termine, un maggiore protezionismo indebolirebbe la domanda globale e metterebbe a rischio la durata e la solidità dell'espansione, danneggiando gli scambi e facendo insorgere lo spettro di un blocco immediato sia degli investimenti sia degli IDE. Più a lungo termine, metterebbe a repentaglio i guadagni di produttività indotti dalla maggiore apertura e rischierebbe di risvegliare l'inflazione. Economie più chiuse, dove magari sono in vigore misure di repressione finanziaria, potrebbero cedere alla tentazione di ridurre il valore del

debito attraverso l'inflazione e le spirali salari-prezzi tornerebbero probabili, sollevando il rischio di un ritorno alla stagflazione di una volta.

Le politiche

Alla luce dei rischi che si profilano, qual è l'approccio migliore che i responsabili delle politiche possono adottare per trasformare l'attuale fase espansiva in una crescita mondiale sostenibile e robusta? Nell'anno trascorso è emerso un ampio consenso riguardo alla necessità di riequilibrare la combinazione delle politiche, alleggerendo l'onere che grava sulla politica monetaria e facendo maggiore affidamento su misure di bilancio e riforme strutturali. Tuttavia, ci sono opinioni divergenti riguardo alle priorità. Per orientarci fra queste diverse opinioni, dobbiamo fare un passo indietro e considerare alcune questioni più generali che sono alla base degli attuali quadri di riferimento per l'analisi.

Gran parte del dibattito corrente sulle politiche ruota intorno a due asserzioni: la prima è che i responsabili delle politiche sono in grado di regolare puntualmente l'economia muovendo leve che influenzano in modo incisivo e prevedibile la domanda aggregata, il prodotto e l'inflazione; la seconda è che esiste una distinzione netta tra il breve periodo, dove prevale il ruolo della domanda aggregata, e il lungo periodo, dove prevale il ruolo dell'offerta aggregata.

È evidente che c'è un po' di verità in entrambe le affermazioni, ma la realtà è molto più ricca di sfumature. Come la storia ci ha più volte dimostrato, succede spesso e volentieri che la capacità dei responsabili delle politiche di indirizzare l'economia venga sopravvalutata. Inoltre, l'interazione fra domanda e offerta aggregata è tale che il breve e il lungo termine si confondono tra loro.

L'esperienza del post-crisi rappresenta un'istruttiva dimostrazione di queste sfumature. Nonostante l'adozione di misure senza precedenti, sospendere la crescita e l'inflazione si è dimostrato molto più difficile del previsto. E la recessione, essa stessa lascito del precedente insostenibile boom finanziario, sembra aver lasciato cicatrici profonde: le perdite di prodotto sono state enormi e la crescita della produttività ne è uscita indebolita in modo persistente.

Questa esperienza mette in evidenza la necessità di valutare le politiche in un contesto di lungo periodo. Le decisioni prese in un determinato momento, indipendentemente dal fatto che incidano sulla domanda o sull'offerta, hanno conseguenze durature. E influenzando lo stock di debito cumulato o i margini di manovra delle politiche: per esempio, contribuiscono a plasmare il contesto economico che i responsabili delle politiche assumono come un dato di fatto, un fattore "esogeno", nel momento in cui il futuro diventa presente⁵. Se questi effetti non vengono adeguatamente presi in considerazione, le opzioni nel tempo possono ridursi in misura significativa, come sembra che sia successo nel corso dell'ultimo decennio.

Questa ottica lascia ritenere che un approccio più promettente risiederebbe, non nel cercare di regolare puntualmente l'economia, ma nel trarre vantaggio dagli attuali venti favorevoli per renderla più resiliente, sia a livello nazionale sia a livello mondiale. Il concetto di resilienza aiuta a evitare di cadere nella trappola di sopravvalutare la capacità dei responsabili delle politiche nell'indirizzare l'economia e incoraggia una visione di più lungo periodo, essenziale per collocare le politiche nel loro contesto intertemporale appropriato.

Resilienza, in senso lato, non significa semplicemente capacità di fronteggiare sviluppi imprevisi o “shock”. Significa anche ridurre in partenza le probabilità che gli shock si materializzino, limitando l’incertezza sulle politiche e l’accumulo di vulnerabilità, come quelle che nascono dagli squilibri finanziari⁶. E significa accrescere l’adattabilità dell’economia alle tendenze di lungo periodo, come quelle legate all’invecchiamento della popolazione, al rallentamento della produttività, alla tecnologia o alla globalizzazione. Passiamo ora a discutere di come il rafforzamento della resilienza possa aiutare ad affrontare le sfide correnti a livello nazionale e mondiale.

Costruire resilienza: la sfida a livello nazionale

Costruire la resilienza a livello nazionale è una sfida dalle molteplici sfaccettature. Prenderemo in esame, in successione, le politiche monetarie, le politiche di bilancio e le politiche strutturali, insieme al ruolo che rivestono nella gestione del ciclo finanziario.

C’è ormai un consenso ampio sul fatto che la politica monetaria sia stata gravata per troppo tempo di un onere eccessivo. È diventata, per usare un’espressione in voga in inglese, *the only game in town*, una scelta obbligata. Conseguentemente, i bilanci delle banche centrali sono cresciuti a dismisura, i tassi di interesse ufficiali sono a livelli bassissimi da lungo tempo e le banche centrali hanno esteso la loro influenza diretta anche sulle scadenze più lunghe della curva dei rendimenti dei titoli di Stato, e anche su altre classi di attività, come i titoli di debito del settore privato e perfino le azioni.

Costruire resilienza suggerirebbe di attribuire particolare importanza all’allargamento dei margini di manovra, per essere meglio preparati ad affrontare la prossima recessione. Questo, a sua volta, suggerirebbe di sfruttare i venti favorevoli dell’economia per portare avanti con mano ferma la normalizzazione, quando le circostanze interne lo permettono. “Quando le circostanze interne lo permettono” è una condizione essenziale, perché l’ampiezza della normalizzazione dipende da fattori specifici dei singoli paesi, che coinvolgono sia il quadro di riferimento economico sia quello monetario. La portata differisce notevolmente fra un paese e l’altro: ciononostante, la *strategia* generale potrebbe essere comune.

La normalizzazione presenta una serie di sfide complesse (Capitolo IV). Molte di esse originano dal punto di partenza del viaggio: le condizioni monetarie senza precedenti che si sono imposte nel periodo successivo alla crisi. Con i mercati che si sono abituati alla stampella delle banche centrali, i livelli di indebitamento a livello mondiale hanno continuato a crescere e la valutazione di un’ampia gamma di attività appare esagerata e fondata sul fatto che prosegua una situazione di tassi di interesse e rendimenti obbligazionari molto bassi (Capitolo II). Da un lato, la maggiore incertezza ha l’effetto naturale di indurre le banche centrali a muoversi in modo molto graduale con i tassi di interesse e ancor di più con i loro bilanci, lasciando trasparire in anticipo le loro intenzioni. Dall’altro lato, questo stesso gradualismo implica un più lento ampliamento dei margini di manovra per le politiche e può indurre un’ulteriore assunzione di rischio nonché favorire condizioni che rendono più difficile un’uscita senza scossoni. Il rischio di una brusca inversione di rotta dei rendimenti obbligazionari, in particolare, incombe all’orizzonte⁷. I trade-off sono resi ancora più complicati dalle ripercussioni che possono avere a livello mondiale le misure nazionali, specialmente per quanto attiene il dollaro statunitense.

Il percorso sarà dunque inevitabilmente accidentato. La normalizzazione probabilmente non procederà in modo lineare, ma a singhiozzo, con le banche centrali che saggeranno il terreno alla luce dell'evolversi delle condizioni. È essenziale, comunque, che i mercati finanziari, e l'economia in generale, si scrollino di dosso la loro inusuale dipendenza dalle politiche senza precedenti adottate dalle banche centrali.

La costruzione della resilienza attraverso la politica di bilancio si sviluppa lungo due direttrici. La prima è quella di dare priorità all'utilizzo dello spazio di manovra disponibile nei conti pubblici, ove esso sia in effetti presente. Vengono in mente diverse aree. Una è quella inerente al sostegno delle riforme strutturali favorevoli alla crescita (cfr. infra). Un'altra è quella relativa al rafforzamento del consenso sulla globalizzazione affrontando le distorsioni che può provocare: in questo caso gli approcci più generali appaiono preferibili a quelli mirati, perché può essere difficile individuare nello specifico quali aziende e quali individui sono colpiti da queste distorsioni; il principio di fondo è salvare le persone, non i posti di lavoro, promuovendo misure di riqualificazione e una riallocazione flessibile delle risorse; ultimo, ma non meno importante, il sostegno dello Stato al risanamento dei bilanci rimane una priorità nei casi in cui si siano esaurite le capacità d'intervento del settore privato. Risolvere il problema dei prestiti in sofferenza è di capitale importanza per sbloccare il finanziamento di investimenti produttivi (Capitolo V). La cosa poco saggia, nell'attuale congiuntura, sarebbe limitarsi semplicemente a ricorrere alla spesa in disavanzo dove l'economia è vicina alla piena occupazione. Ciò non esclude la possibilità di una semplificazione dei sistemi fiscali oppure di investimenti pubblici oculati e ben eseguiti. Ma, come sempre, la fase attuativa è fondamentale e tutt'altro che scontata, come suggeriscono i precedenti storici.

La seconda direttrice riguarda l'ampliamento dello spazio di manovra dei conti pubblici nel tempo. Una condizione preliminare è operarne una misurazione prudente. Come illustrato diffusamente nella Relazione annuale dello scorso anno, per fare questo bisogna tener conto di una serie di fattori che solitamente vengono sottovalutati o esclusi nelle metodologie correnti: la necessità di un cuscinetto a fronte dei potenziali rischi finanziari, una valutazione realistica delle reazioni dei mercati finanziari al crescere del rischio sovrano e gli oneri legati all'invecchiamento della popolazione. Si impone altresì di prendere in considerazione l'impatto che può avere sulla sensibilità dei disavanzi pubblici ai tassi di interesse la combinazione del rischio connesso a brusche inversioni di rotta (*snapback risk*) e agli acquisti di attività su larga scala da parte della banca centrale (Capitolo III). Più in generale, una valutazione prudente del margine di manovra per la politica di bilancio potrebbe "ancorare" il necessario risanamento a medio termine delle finanze pubbliche.

Costruire resilienza attraverso le politiche strutturali è essenziale. Le politiche strutturali sono le sole che possano garantire di innalzare il potenziale di crescita a lungo termine e favorire un contesto propizio per investimenti a lunga scadenza. Sfortunatamente, la loro attuazione, lungi dall'accelerare, ha rallentato. Questo nonostante l'evidenza empirica segnali che, contrariamente a una convinzione diffusa, molte misure non hanno effetti depressivi sulla domanda aggregata nemmeno nel breve periodo⁸. Verosimilmente, i costi politici della riforma sopravanzano quelli economici. Qui, come per i problemi indotti dalla globalizzazione, l'aspetto più importante è la concentrazione dei costi su gruppi specifici.

Le riforme strutturali necessarie variano in gran parte da paese a paese. Il denominatore comune è che devono incoraggiare l'imprenditorialità e una rapida

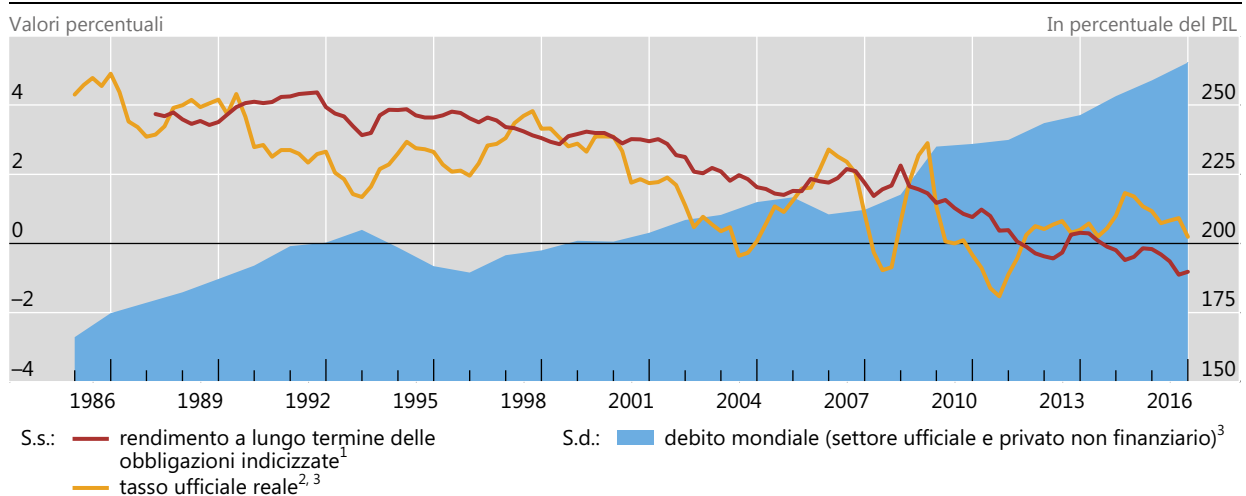
adozione delle innovazioni, limitando la ricerca di rendita. In aggiunta a ciò, un aspetto non adeguatamente considerato – che solo ora ha cominciato a ricevere attenzione – riguarda la necessità di garantire la riallocazione flessibile delle risorse, dato l'impatto debilitante che le rigidità possono avere sulla capacità dell'economia di assorbire gli shock e sulla crescita della produttività. Passi in questa direzione sarebbero molto utili anche per affrontare le distorsioni prodotte dalla globalizzazione. Desta preoccupazione, in particolare, l'elevata percentuale di aziende che non riescono a coprire i costi per interessi con i profitti ("aziende zombie"), nonostante il basso livello dei tassi di interesse rispetto ai parametri storici (Capitolo III). Questo prefigura ostacoli considerevoli nel reimpiego delle risorse in utilizzi maggiormente produttivi.

In un'ottica di medio termine, sarebbe importante poter inquadrare le misure monetarie, di bilancio e perfino strutturali in un passaggio verso quadri di riferimento delle politiche progettati in modo da affrontare una fonte cruciale di vulnerabilità: il ciclo finanziario. L'incapacità di fare i conti con il problema del ciclo finanziario, infatti, è una delle ragioni fondamentali dell'andamento insoddisfacente dell'economia mondiale e del limitato margine di manovra per le politiche⁹. E come discusso dettagliatamente nelle precedenti Relazioni annuali, sarebbe poco saggio fare affidamento esclusivo sulla politica prudenziale, e tanto meno sulle misure macroprudenziali, per riportarlo sotto controllo¹⁰. La recente esperienza delle EME, dove queste misure sono state attuate in modo aggressivo, conferma che non sono in grado, *da sole*, di prevenire l'accumulo di squilibri.

Per affrontare il problema del ciclo finanziario, servirebbero politiche più simmetriche. In caso contrario, su orizzonti temporali lunghi, non prendere provvedimenti per contenere i boom finanziari ma adottare misure di allentamento aggressive e persistenti durante la fase di bust potrebbe condurre a episodi reiterati di tensioni finanziarie gravi, a una perdita progressiva di "munizioni" per le autorità di *policy* e a una trappola del debito. Seguendo questa strada, per esempio, i tassi di interesse scenderebbero e il debito continuerebbe a crescere, fino a rendere difficile

I tassi di interesse sprofondano, il debito lievita

Grafico I.6



¹ Dal 1998, media ponderata di Francia, Regno Unito e Stati Uniti; per il periodo precedente, solo Regno Unito. ² Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. ³ Media ponderata delle economie del G7 più la Cina, costruita utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA.

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

alzare i tassi di interesse senza danneggiare l'economia (grafico I.6). Da questo punto di vista, ci sono alcuni segnali poco confortanti: la politica monetaria ha raggiunto i suoi limiti, le posizioni di bilancio in diverse economie appaiono insostenibili (specialmente alla luce dell'onere rappresentato dall'invecchiamento della popolazione) e i rapporti debito-PIL a livello mondiale continuano a crescere.

Costruire resilienza: la sfida a livello mondiale

Le politiche nazionali possono fare moltissimo per costruire resilienza, ma alcune sfide richiedono una risposta a livello internazionale. L'obiettivo è fissare un quadro di riferimento multilaterale chiaro e coerente – le regole del gioco – per le azioni da intraprendere a livello nazionale oppure congiuntamente a livello internazionale. Queste regole naturalmente varierebbero in termini di specificità e rigidità a seconda delle aree, andando da principi generali a requisiti comuni. Prenderemo in considerazione, in successione, cinque aree fondamentali: requisiti prudenziali, meccanismi per la gestione delle crisi, commercio, tassazione e politica monetaria.

Una prima priorità è condurre in porto le riforme finanziarie (prudenziali) in corso (Capitoli V e VI). Un nocciolo duro di criteri minimi comuni nella sfera finanziaria è una condizione preliminare per la resilienza globale in un mondo finanziario integrato. Criteri di questo tipo consentono di evitare una pericolosa corsa al ribasso. Le riforme in corso non sono perfette, ma non è il momento di indebolire le salvaguardie o aggiungere un'altra fonte di incertezza che ostacolerebbe i necessari aggiustamenti nel settore finanziario (Capitolo V).

Tra le riforme, riveste particolare importanza il perfezionamento dell'accordo sui requisiti patrimoniali minimi e i requisiti di liquidità – Basilea 3 – considerando il ruolo che giocano le banche nel sistema finanziario. Il compito è raggiungere un'intesa evitando che, nel processo, vengano affievoliti i requisiti sulla base della convinzione infondata che ciò possa supportare la crescita. L'evidenza empirica dimostra ampiamente che istituzioni più solide sono in grado di prestare di più e di sostenere meglio l'economia in tempi difficili¹¹. Un valido accordo internazionale, supportato da misure aggiuntive a livello nazionale e abbinato all'applicazione di assetti macroprudenziali efficaci, scoraggerebbe anche una marcia indietro sull'integrazione finanziaria.

Una seconda priorità consiste nel garantire meccanismi adeguati per la gestione delle crisi. Dopo tutto, anche in presenza di solide misure preventive la possibilità di tensioni finanziarie internazionali non può essere esclusa. Un elemento chiave sta nella capacità di fornire liquidità per contenere la propagazione delle tensioni, e questa liquidità non può che essere denominata in una valuta internazionale, principalmente il dollaro statunitense dato il suo ruolo dominante a livello mondiale (Capitoli V e VI). Come minimo, questo significa conservare l'opzione di attivare gli accordi di swap tra banche centrali attuati dopo la crisi, quando le circostanze lo richiedono.

Una terza priorità è fare in modo che l'apertura dei commerci non finisca vittima del protezionismo. La maggiore apertura degli scambi commerciali, costruita intorno alle istituzioni multilaterali che la sostengono, è stata uno degli elementi fondamentali di successo economico del dopoguerra. Anche in questo caso, i meccanismi sono tutt'altro che perfetti. È noto, ad esempio, che le tornate negoziali dell'Organizzazione mondiale del commercio sono a un punto morto e che il suo meccanismo di risoluzione delle controversie è sovraccarico. Ciononostante, abbandonare il multilateralismo sarebbe un errore: il rischio di ritorsioni reciproche è

troppo grande. L'apertura dei commerci crea sfide notevoli, ma tornare indietro sarebbe avventato quanto lo è nel caso dell'innovazione tecnologica.

Una quarta priorità, complementare, è perseguire una maggiore parità di condizioni (*level playing field*) nel campo della tassazione. L'arbitraggio fiscale tra diverse giurisdizioni è uno dei fattori che alimentano l'ostilità nei confronti della globalizzazione e ha contribuito alla disuguaglianza di reddito e di ricchezza all'interno dei paesi, incoraggiando, fra l'altro, una corsa al ribasso sulla tassazione delle imprese. Diverse iniziative sono in corso, sotto l'egida del G20, ma si potrebbero fare sforzi maggiori in questo campo.

Oltre a queste priorità, vale la pena di esplorare più a fondo i margini di manovra per una collaborazione più ampia nel campo della politica monetaria, la quinta area. Come illustrato dettagliatamente nelle precedenti Relazioni annuali, questa collaborazione è auspicabile per via della concomitanza di ampi effetti di propagazione dalle giurisdizioni di emissione delle valute internazionali e delle limitate proprietà isolanti dei tassi di cambio. La collaborazione contribuirebbe a limitare gli effetti distruttivi dell'accumulo e della dissoluzione degli squilibri finanziari. In ordine crescente di ambizione, le opzioni includono l'egoismo illuminato (*enlightened self-interest*), decisioni comuni per prevenire l'accumulo di vulnerabilità e la progettazione di nuove regole del gioco per instillare una maggiore disciplina nelle politiche nazionali. Al momento le condizioni per forme di collaborazione più stretta non ci sono, ma approfondire il dialogo per raggiungere un accordo migliore sulle diagnosi e i rimedi è una condizione preliminare per ulteriori passi avanti.

Tutte queste linee d'azione sono accomunate da una cosa: il riconoscimento che la globalizzazione, esattamente come la tecnologia, è una risorsa comune preziosissima, che offre opportunità straordinarie. La sfida è fare in modo che venga percepita in questo senso, e non come un ostacolo, e che inoltre queste opportunità si trasformino in realtà. È pericoloso che i governi usino la globalizzazione come capro espiatorio per i fallimenti delle loro politiche, ma è altrettanto pericoloso non riconoscere i costi di aggiustamento che la globalizzazione comporta. Inoltre, è impensabile che la globalizzazione possa essere gestita unicamente a livello nazionale: è necessaria una solida governance multilaterale. Per garantire una prosperità mondiale duratura, non c'è alternativa ai compromessi e alle concessioni reciproche, talvolta frustranti e sfibranti, di una collaborazione internazionale ravvicinata.

Note di chiusura

- ¹ Cfr. il Capitolo I dell'86^a *Relazione annuale*.
- ² Per un'analisi di questa "spia della paura" come alternativa al popolare indice VIX, cfr. H. S. Shin, "The bank/capital market nexus goes global", discorso alla London School of Economics and Political Science, 15 novembre 2016.
- ³ Cfr. il Capitolo V dell'85^a *Relazione annuale*.
- ⁴ Per una dissertazione sul ruolo del dollaro statunitense nel sistema, cfr. C. Borio, "More pluralism, more stability?", presentazione alla VII Conferenza ad alto livello Banca nazionale svizzera-Fondo monetario internazionale sul sistema monetario internazionale, Zurigo, 10 maggio 2016.
- ⁵ Cfr. il Capitolo I dell'86^a *Relazione annuale*.
- ⁶ Cfr. "Economic resilience: a financial perspective", osservazione della BRI inoltrata al G20 il 7 novembre 2016.
- ⁷ Per una descrizione e documentazione di uno dei meccanismi all'opera, cfr. D. Domanski, H. S. Shin e V. Sushko, "The hunt for duration: not waving but drowning", *BIS Working Papers*, n. 519, ottobre 2015.
- ⁸ Per un'analisi dettagliata di questo argomento, cfr. R. Bouis, O. Causa, L. Demmou, R. Duval e A. Zdienicka, "The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 949, marzo 2012.
- ⁹ Cfr. C. Borio, "Secular stagnation or financial cycle drag?", intervento di apertura della 33^a Economic Policy Conference della National Association for Business Economics, Washington, 5-7 marzo 2017. La questione è trattata anche nel Capitolo I delle 84^a, 85^a e 86^a *Relazioni annuali*.
- ¹⁰ Per una dissertazione su un quadro di stabilità macrofinanziaria di questo tipo, cfr. l'84^a *Relazione annuale* (Capitolo I) e l'85^a *Relazione annuale* (Capitolo I).
- ¹¹ Cfr. il Capitolo V dell'86^a *Relazione annuale*.

II. Riorientamento dei mercati a seguito degli shock politici

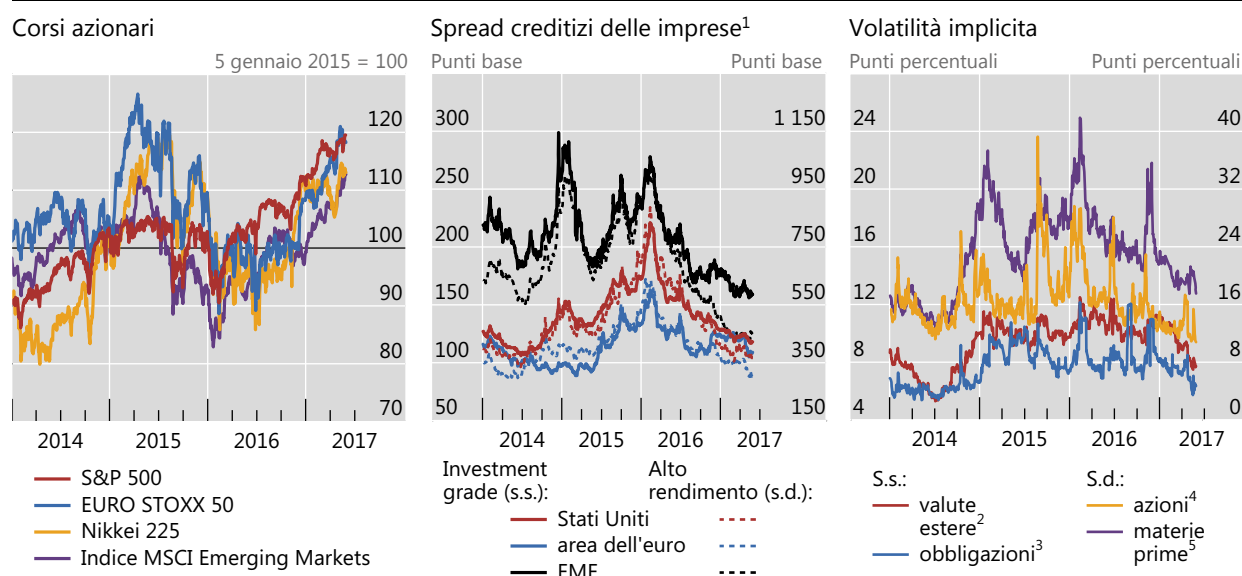
Nella seconda metà del 2016 e nella prima metà del 2017, mentre miglioravano le condizioni economiche, i mercati finanziari hanno dovuto confrontarsi con un mutato contesto politico. Gli eventi politici hanno sorpreso i mercati, in particolare il voto del giugno 2016 del Regno Unito a favore di un'uscita dall'Unione europea (Brexit) e, soprattutto, le elezioni presidenziali statunitensi di novembre. Gli operatori di mercato hanno dovuto prendere rapidamente posizione sui mutamenti di orientamento delle politiche economiche in diverse aree, fra cui il commercio, la tassazione e la regolamentazione, e valutare le conseguenze per i probabili "vincitori" e "perdenti". Allo stesso tempo, nelle grandi economie sono aumentate la crescita e l'inflazione, il che ha sostenuto i mercati azionari e del credito e ha spinto verso l'alto i rendimenti obbligazionari.

L'attenzione non si è più concentrata sulla politica monetaria in quanto determinante dei mercati. Uno dei risultati è stato un cambiamento dei modelli da lungo tempo consolidati per la correlazione e per il rischio. Invece di generali oscillazioni tra le posizioni "risk-on" e "risk-off", gli investitori hanno cominciato a operare una maggiore differenziazione tra i settori e i paesi. Le divergenze così emerse tra i rendimenti obbligazionari nelle principali economie hanno avuto a loro volta un effetto domino sui mercati dei cambi. Allo stesso tempo, si è aperto un divario fra l'aumento delle misure dell'incertezza sulle politiche economiche e il calo ai minimi della volatilità dei mercati finanziari. Ciò detto, alcuni indicatori hanno suggerito che la percezione del rischio di correzioni dei mercati azionari era in realtà aumentata.

Aggiustamento dei mercati al nuovo contesto

Da metà 2016 in poi, il miglioramento delle prospettive di crescita ha contribuito all'aumento dei corsi azionari e al calo degli spread creditizi nelle principali economie avanzate ed emergenti (grafico II.1, diagrammi di sinistra e centrale). Con la ripresa della crescita, la volatilità dei mercati è rimasta molto contenuta (grafico II.1, diagramma di destra), anche quando l'incertezza sulle politiche economiche si è fatta più forte (Riquadro II.B).

All'interno di questo quadro generale, l'evoluzione del mercato si è articolata in tre fasi. Da luglio a ottobre 2016, i primi segnali di ripresa economica e di aumento dell'inflazione hanno cominciato a sospendere i rendimenti obbligazionari delle economie avanzate, mentre l'attività dei mercati azionari rimaneva contenuta. In novembre e dicembre le aspettative riguardo a un cambiamento della politica economica degli Stati Uniti hanno innescato una ripresa dei titoli azionari nelle economie avanzate (EA) e un netto incremento dei rendimenti obbligazionari, mentre hanno avuto l'effetto contrario su alcune attività delle economie emergenti (EME). Infine, nella prima metà del 2017 il persistere di notizie positive sulla crescita ha sostenuto i mercati azionari delle EA e delle EME, sebbene senza variazioni notevoli dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, in un contesto di indicatori di inflazione stazionari e di dubbi crescenti circa le prospettive di uno stimolo fiscale di larga scala negli Stati Uniti.



¹ Option-adjusted spread rispetto ai titoli del Tesoro. ² Indice JPMorgan VXY Global (indice, ponderato per il turnover, della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money a tre mesi su 23 tassi di cambio rispetto al dollaro USA). ³ Volatilità implicita ricavata dalle 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 ai tassi di cambio a PPA. ⁴ Volatilità implicita negli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁵ Volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money relative a contratti futures su petrolio, rame e oro; media semplice.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Le tre fasi sono state marcate da una serie di sconvolgimenti politici. Innanzitutto il risultato del referendum del Regno Unito sulla Brexit, il 23 giugno 2016. All'indomani del voto, i principali indici azionari delle EA hanno perso più del 5% e la sterlina si è deprezzata dell'8% rispetto al dollaro USA. Inizialmente sono scesi anche i rendimenti obbligazionari, dato che gli investitori hanno rivalutato le prospettive di crescita e la direzione della politica monetaria di breve termine per il Regno Unito e il mondo intero. Ma i corsi azionari si sono ripresi rapidamente a livello mondiale. Anche l'iniziale ampliamento degli spread creditizi societari si è ridotto.

I benchmark dei rendimenti delle obbligazioni hanno cominciato a salire nel terzo trimestre. Nelle grandi economie avanzate gli indicatori relativi all'inflazione sono migliorati e vi è stata la percezione che le principali banche centrali si siano mosse nella direzione della normalizzazione della politica monetaria da lungo tempo anticipata (Capitolo IV). Ne è derivata un'inversione della tendenza al ribasso dei rendimenti iniziata a fine 2014 (grafico II.2, diagramma di sinistra). L'8 luglio, giorno in cui nuovi dati riportavano un forte aumento delle assunzioni negli Stati Uniti nel mese di giugno, il rendimento decennale statunitense è sceso fino all'1,4%. Da allora è aumentato in modo continuo, raggiungendo l'1,9% alla vigilia delle elezioni presidenziali. I rendimenti del bund tedesco decennale sono anch'essi risaliti, dopo essere scesi al -0,2% l'8 luglio. Al contrario, il corrispondente rendimento dei titoli di Stato giapponesi non è risalito molto dopo essere arrivato al -0,3% il 27 luglio. La politica introdotta in settembre dalla Bank of Japan volta a mantenere i rendimenti obbligazionari vicini allo zero ha continuato a sospingere al ribasso i rendimenti a lungo termine anche in presenza di aspettative di aumento in crescita e inflazione. La quota di obbligazioni sovrane scambiate con rendimenti negativi in tutto il mondo è rimasta abbastanza elevata (grafico II.2, diagramma centrale).

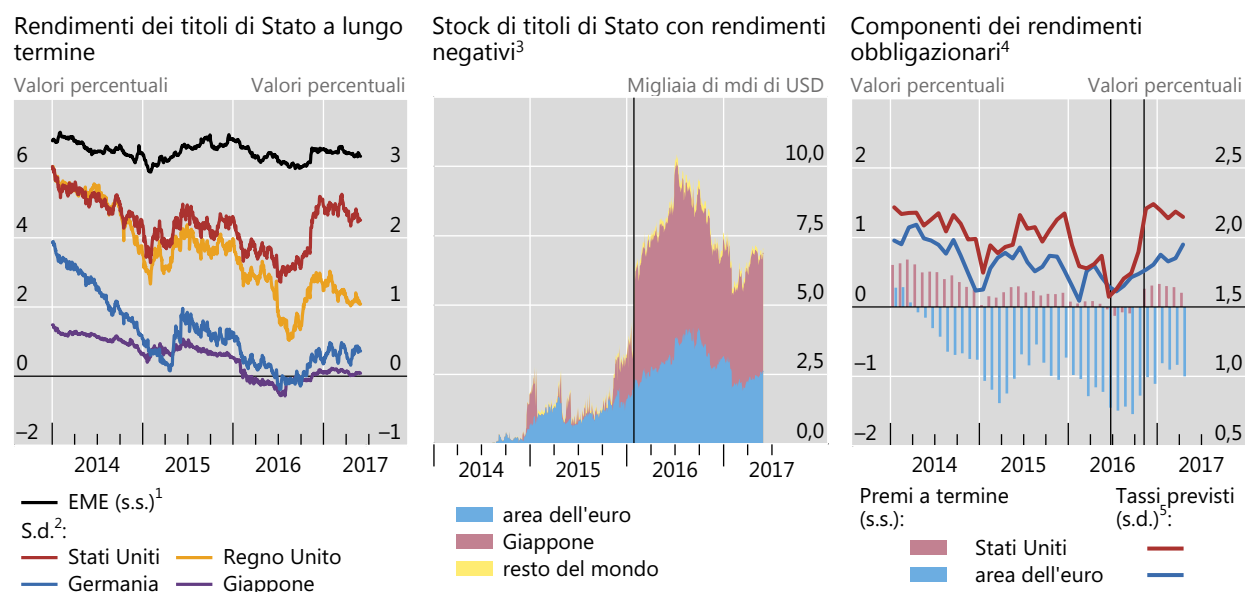
In novembre un altro evento politico, l'inaspettato esito delle elezioni presidenziali statunitensi, ha rappresentato un ulteriore shock per i mercati finanziari. Inizialmente i corsi azionari sono crollati ma, dopo poche ore, hanno iniziato a risalire, spinti dalle aspettative di una riduzione delle imposte sulle società, di una spesa pubblica maggiore e di una maggiore deregolamentazione. Fra l'8 novembre e la fine di dicembre l'indice S&P 500 ha guadagnato il 5%, mentre lo STOXX Europe 600 è cresciuto dell'8%. Allo stesso tempo, i rendimenti hanno avuto andamenti divergenti fra i vari settori a causa del tentativo degli operatori di mercato di identificare i vincitori e i perdenti delle politiche economiche del nuovo governo (grafico II.3).

I rendimenti obbligazionari sono nettamente migliorati dopo le elezioni, in vista della prospettiva di uno stimolo fiscale e di un abbandono più rapido della politica monetaria accomodante. Il rendimento decennale statunitense è passato dall'1,9% l'8 novembre al 2,5% a fine anno. Il bund decennale tedesco ha raggiunto lo 0,4% in dicembre. I rendimenti giapponesi non hanno registrato un incremento analogo ma sono comunque tornati a valori leggermente positivi in novembre. Gli operatori di mercato hanno cominciato a convenire su una fase di attività degli scambi caratterizzata da un recupero dei prezzi ("reflation trade"), scommettendo su una maggiore crescita e una crescente inflazione nelle economie avanzate.

I rendimenti più elevati sono derivati sia da aspettative di tassi di interesse a breve termine più alti sia da un incremento dei premi a termine. I premi a termine stimati hanno cominciato ad aumentare nella seconda metà del 2016. Mentre il

I rendimenti obbligazionari aumentano, ma divergono

Grafico II.2



La linea verticale nel diagramma centrale indica il 29 gennaio 2016 (data in cui la Bank of Japan ha annunciato l'adozione di tassi di interesse negativi sulle riserve); le linee verticali nel diagramma di destra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

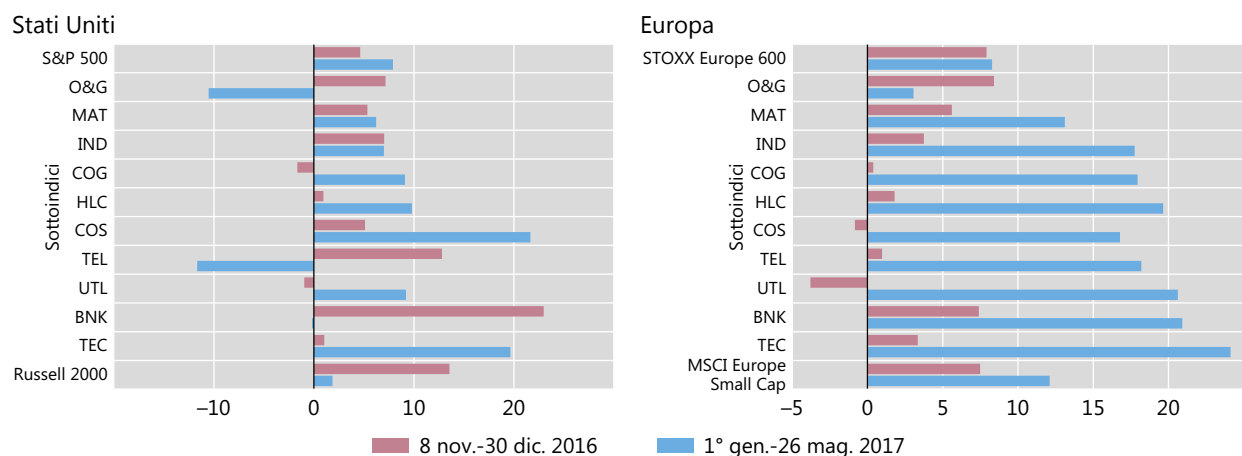
¹ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza in moneta locale. ² Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni. ³ Analisi basata sui titoli compresi nell'indice World Sovereign di Bank of America Merrill Lynch. ⁴ Scomposizione del rendimento nominale a dieci anni basata sulla stima di un modello macroeconomico con struttura a termine; 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 al netto delle cedole (zero coupon); per l'area dell'euro vengono utilizzati i dati relativi al titolo di Stato francese. ⁵ Differenza tra rendimenti zero coupon nominali a dieci anni e premi a termine stimati a dieci anni.

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

Il nuovo contesto ha un impatto disomogeneo tra i settori

Rendimenti azionari settoriali, in percentuale

Grafico II.3



BNK = banche; COG = beni di consumo; COS = servizi al consumo; HLC = sanità; IND = industria; MAT = prodotti di base; O&G = petrolio e gas naturale; TEC = tecnologia; TEL = telecomunicazioni; UTL = servizi di pubblica utilità.

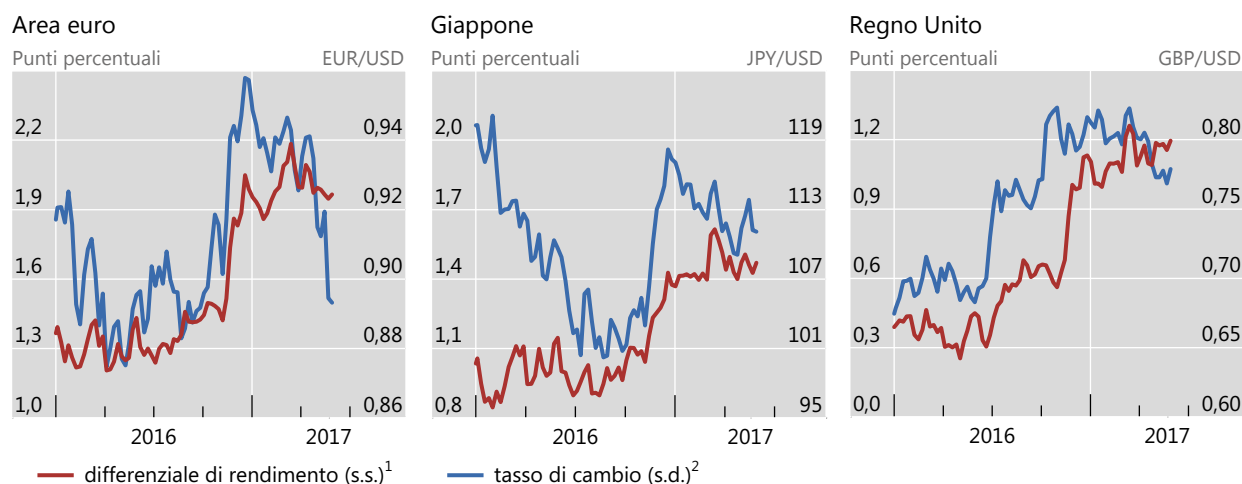
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

premio a termine sui titoli del Tesoro USA a dieci anni è diventato positivo in dicembre, quello per l'area dell'euro è rimasto negativo, a circa -1 punto percentuale (grafico II.2, diagramma di destra, e Riquadro II.A).

Il rapido aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA – lo spread tra i rendimenti degli Stati Uniti e quelli dei titoli di Stato tedeschi a due anni si è ampliato a più di 2 punti percentuali, il livello più elevato dal 2000 – ha sostenuto il dollaro nei confronti dell'euro e delle altre valute (grafico II.4). Nel luglio e nell'agosto 2016 il dollaro ha iniziato ad apprezzarsi rispetto all'euro e allo yen, più o meno in concomitanza con l'inversione dei rendimenti obbligazionari. Il rialzo si è accelerato dopo le elezioni statunitensi, quando è sembrata verosimile l'implementazione di

Le divergenze dei rendimenti obbligazionari sospingono il dollaro

Grafico II.4

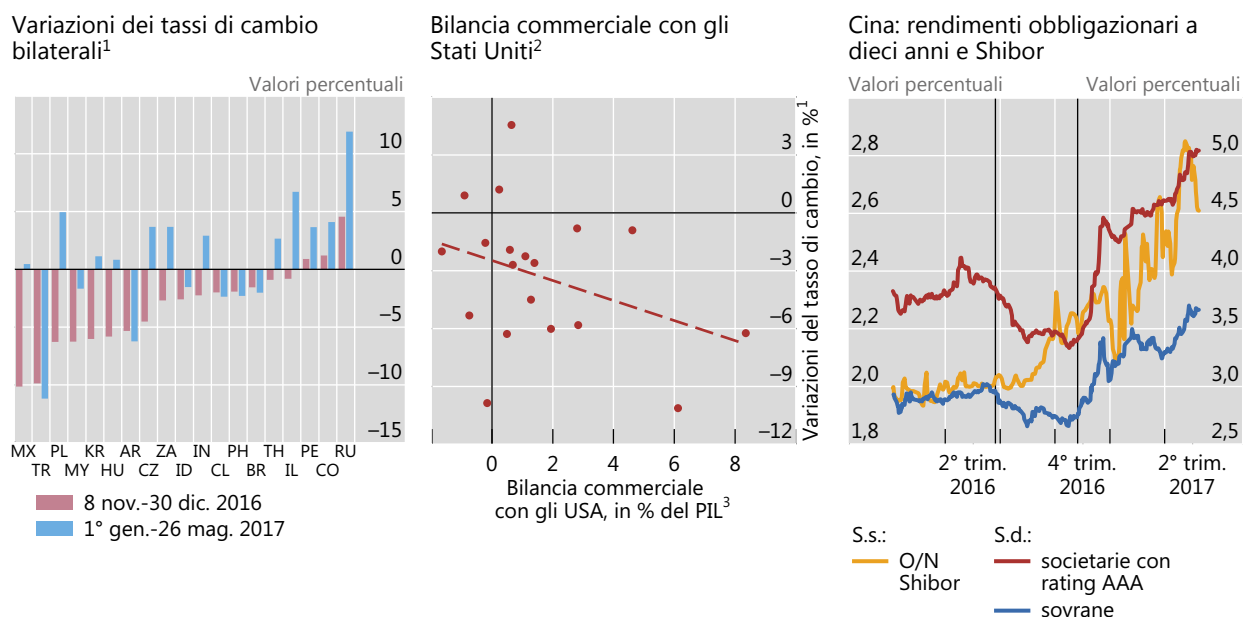


¹ Spread tra il rendimento dei titoli del Tesoro USA a due anni e il rendimento di titoli di Stato comparabili (per l'area dell'euro, il rendimento del titolo di Stato tedesco). ² Un aumento indica un deprezzamento nei confronti del dollaro USA.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Negli ultimi mesi del 2016 alcune EME hanno dovuto affrontare problemi commerciali e finanziari

Grafico II.5



Le linee verticali nel diagramma di destra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

¹ Un valore negativo indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA. ² Il coefficiente relativo alla pendenza della retta stimata ha un p value di 0,1397. Quando si esclude la Turchia, il p value scende a 0,0465. Un p value maggiore di 0,1 significa che il coefficiente non è statisticamente significativo con un livello del 10%. Variazioni del tasso di cambio nel periodo 8 novembre-30 dicembre 2016. ³ Per ogni paese, definita come la bilancia commerciale con gli Stati Uniti divisa per il proprio PIL; al 4° trimestre 2016. Un valore negativo (positivo) indica un disavanzo (avanzo).

Fonti: FMI, *Direction of Trade, International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; China State Administration of Foreign Exchange; Bloomberg; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

politiche commerciali favorevoli all'export statunitense. Il dollaro forte, a sua volta, potrebbe aver sospinto ulteriormente i rendimenti dato che le autorità di alcune EME hanno venduto le obbligazioni in dollari per sostenere le loro valute.

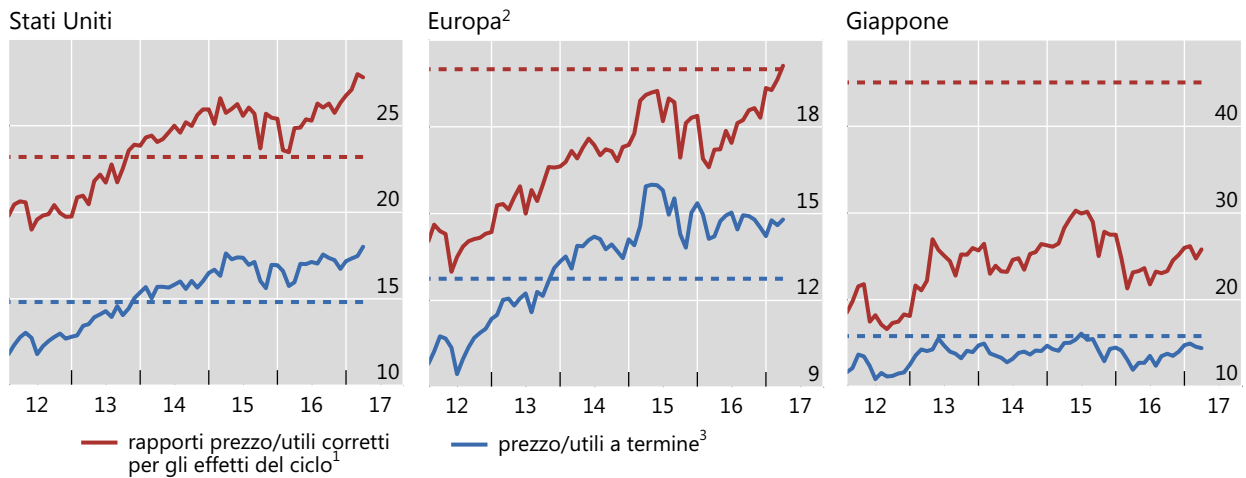
I prezzi delle attività nelle EME sono stati divergenti dopo le elezioni statunitensi perché i mercati si sono adoperati per valutare le implicazioni per ogni singolo paese. Nei paesi con legami commerciali più stretti con gli Stati Uniti vi è stata una tendenza al deprezzamento del proprio tasso di cambio e a un indebolimento dei mercati azionari, mentre per altri paesi è sembrato che fosse possibile beneficiare del previsto incremento della crescita mondiale (grafico II.5, diagrammi sinistro e centrale). Gli spread sovrani di alcune EME si sono ampliati. In dicembre e a inizio gennaio i mercati cinesi hanno attraversato una fase di turbolenza dato che i problemi emersi nell'ambito dell'intermediazione mobiliare di fascia media hanno evidenziato una maggior fragilità dei mercati del finanziamento e hanno portato a un brusco aumento dei rendimenti obbligazionari e alla volatilità dei tassi di cambio (grafico II.5, diagramma di destra).

Con l'arrivo del nuovo anno i mercati mondiali sono entrati in una terza fase. Con l'arresto dell'aumento dell'inflazione e il sorgere di dubbi riguardo a un'immediata espansione fiscale negli Stati Uniti a seguito dell'evoluzione degli eventi politici, i rendimenti obbligazionari si sono stabilizzati. Le politiche sono rimaste accomodanti nell'area dell'euro e in Giappone e i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno continuato ad avere variazioni solo lievi. Nei primi mesi del 2017 i rendimenti dei titoli

Le valutazioni azionarie nelle economie avanzate si sono avvicinate ai parametri storici o li hanno superati

Rapporto

Grafico II.6



Le linee tratteggiate indicano le medie di lungo periodo del rapporto CAPE (dal dicembre 1982 ai dati più recenti) e il rapporto prezzo/utigli attesi (luglio 2003-dati più recenti).

¹ Per ogni paese/regione, il rapporto CAPE è calcolato come l'indice dei corsi azionari MSCI corretto per l'inflazione (in valuta locale) diviso per la media mobile a dieci anni degli utili dichiarati corretti per l'inflazione. ² Economie avanzate europee incluse nell'indice MSCI Europe. ³ Definito come il prezzo per gli utili a termine a dodici mesi.

Fonti: Barclays; Datastream.

del Tesoro USA a dieci anni hanno oscillato tra il 2,3 e il 2,5%, prima di scendere al 2,2% a fine maggio. Il bund tedesco si è mantenuto tra lo 0,2 e lo 0,5% e il rendimento corrispondente a dieci anni in Giappone è rimasto inferiore a 10 punti base. Con il restringersi dei differenziali e il protrarsi del dibattito sulle proposte commerciali e fiscali, il dollaro ha perso terreno.

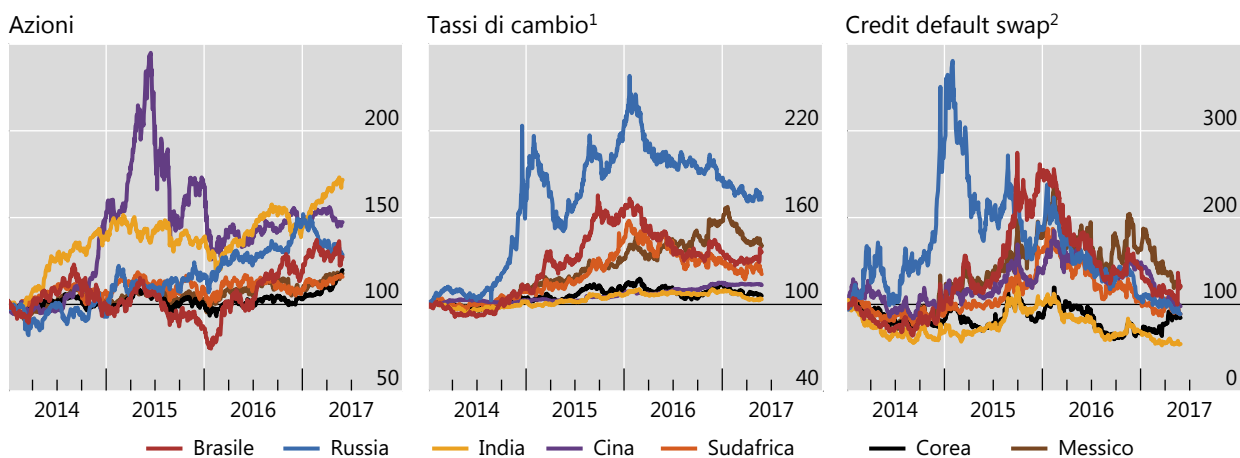
I corsi azionari, al contrario, hanno continuato a crescere, sollevando questioni relative a una potenziale sopravvalutazione. L'S&P 500 e lo STOXX Europe 600 sono entrambi aumentati dell'8% nei primi cinque mesi dell'anno. Se è vero che i corsi azionari hanno parzialmente accompagnato l'aumento degli utili societari, i rapporti prezzo/utigli basati sui guadagni previsti sono rimasti ben al di sopra delle medie storiche negli Stati Uniti e in Europa (come lo erano stati a partire dalla fine del 2013) e vicini alla media in Giappone (grafico II.6). Anche gli indicatori di valutazione basati sugli utili passati misurati su un orizzonte temporale più esteso, come il rapporto prezzo/utigli su dieci anni corretto per gli effetti del ciclo (CAPE), sono risultati elevati in termini storici negli Stati Uniti.

Per le attività delle EME, molte delle iniziali reazioni negative alle elezioni statunitensi sono diventate positive nel dicembre 2016 e all'inizio del 2017, quando si sono affievoliti i timori riguardo all'intensificarsi delle tensioni commerciali e la crescita mondiale è diventata più sostenuta. Le valutazioni azionarie nella maggior parte delle EME si sono riprese, le monete si sono apprezzate e gli spread creditizi si sono ristretti (grafico II.7). Tuttavia sono rimaste divergenze tra i paesi, data l'attenzione dei mercati su aree con persistente incertezza, come quella relativa ai rischi geopolitici in Corea.

Le attività delle economie emergenti superano i dubbi e si rafforzano nel 2017

1° gennaio 2014 = 100

Grafico II.7



¹ Un aumento indica un deprezzamento della valuta locale rispetto al dollaro USA. Per la Russia, 2 gennaio 2014 = 100. ² CDS a cinque anni sul debito senior non garantito.

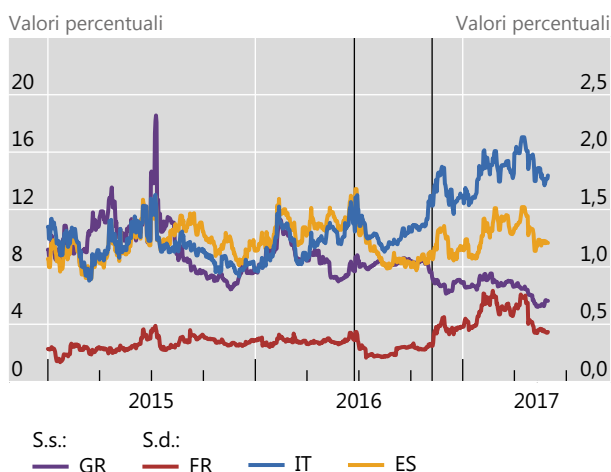
Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Nella prima metà del 2017 una serie di risultati elettorali in Europa ha riassicurato i mercati. Nei giorni successivi alla sconfitta dei partiti euroscettici alle elezioni olandesi di metà marzo, le azioni europee hanno fatto meglio dell'S&P 500. A fine aprile e inizio maggio un analogo risultato nelle elezioni presidenziali francesi ha fatto risalire i mercati azionari e ha portato a un generale rafforzamento dell'euro. L'esito delle elezioni francesi ha anche ridotto il precedente ampliamento degli spread

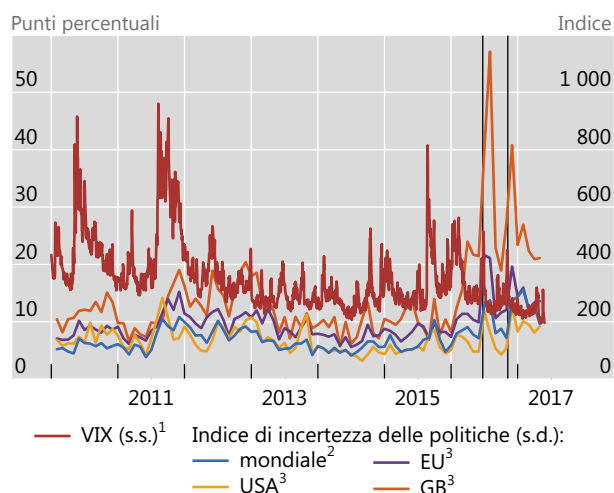
Con l'aumento dell'incertezza, gli spread sovrani europei si ampliano

Grafico II.8

Spread dei titoli di Stato rispetto al bund



Rischio di mercato e incertezza delle politiche economiche



Le linee verticali indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

¹ Indice della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali annualizzati. ² Indice di incertezza delle politiche economiche mondiali ponderato in base al PIL e alle PPA. ³ Indice di incertezza sulle politiche economiche basato sulle notizie.

Fonti: S. Davis, *An index of global economic policy uncertainty*, www.PolicyUncertainty.com; Bloomberg; elaborazioni BRI.

sovrani all'interno dell'Europa originatosi per le preoccupazioni riguardo ai crediti deteriorati in alcuni sistemi bancari nazionali (grafico II.8, diagramma di sinistra, e Capitolo V). Il risultato delle elezioni parlamentari del Regno Unito dell'8 giugno ha tuttavia aggiunto un'altra nota di incertezza per i mercati.

Nel maggio del 2017 i mercati azionari mondiali avevano nuovamente raggiunto, o quasi, i massimi storici e gli indicatori di volatilità erano ai minimi storici. È vero che i mercati hanno dovuto affrontare alcuni shock sporadici, tra cui quelli derivanti dai timori geopolitici in Medio Oriente e nella penisola coreana e da una serie di questioni giuridiche che hanno coinvolto la presidenza statunitense. Ma essi hanno dimostrato una buona capacità di tenuta e la crescita è rimasta sostenuta. Allo stesso tempo, i dati su un'inflazione moderata hanno avuto un'azione calmierante sui rendimenti obbligazionari.

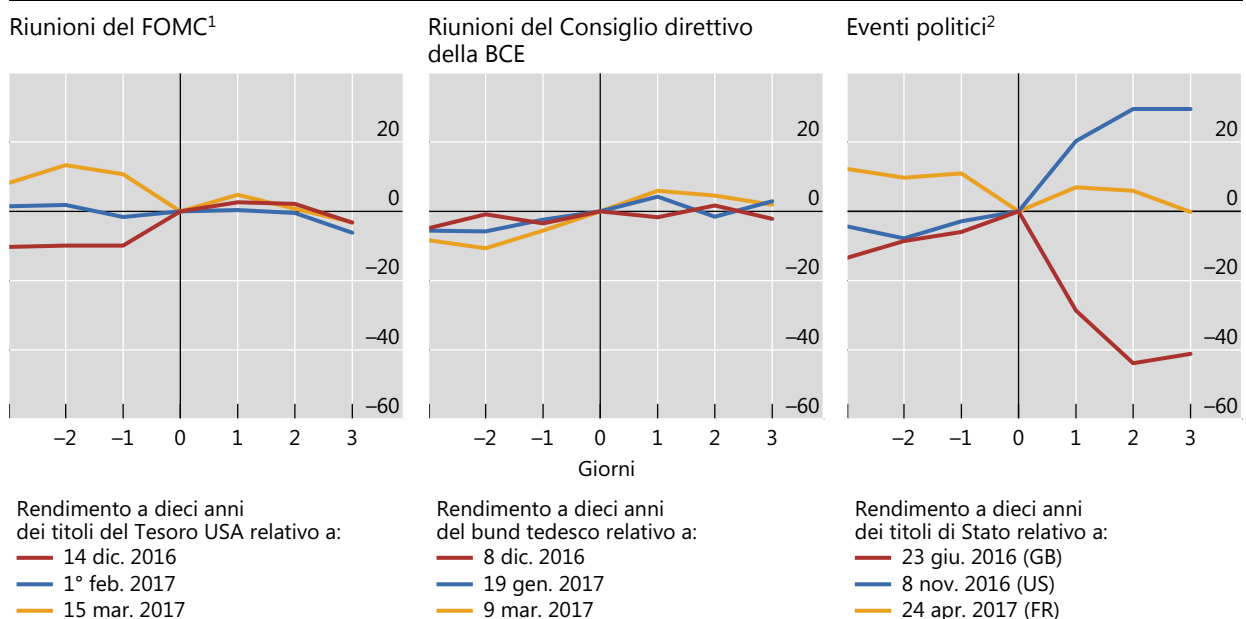
L'evoluzione della natura del rischio di mercato

Nell'anno trascorso sono intervenuti alcuni cambiamenti nelle relazioni di rischio che avevano caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi anni. Uno di questi cambiamenti è stato la caduta delle correlazioni dei rendimenti delle attività tra i diversi settori e le diverse regioni. Un altro cambiamento ha riguardato la crescente divergenza tra le misure di rischio di mercato e di incertezza delle politiche economiche. Infine, la distribuzione attesa dei rendimenti delle attività è divenuta sempre più asimmetrica. Questi cambiamenti potrebbero indicare un aumento del rischio di un'improvvisa inversione di rotta dei prezzi delle attività core.

Gli eventi politici muovono i mercati molto di più delle decisioni di politica monetaria

In punti base

Grafico II.9



¹ Federal Open Market Committee. ² 23 giugno 2016: referendum del Regno Unito sull'appartenenza alla UE; 8 novembre 2016: elezioni presidenziali statunitensi; 24 aprile 2017: primo turno delle elezioni presidenziali francesi.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

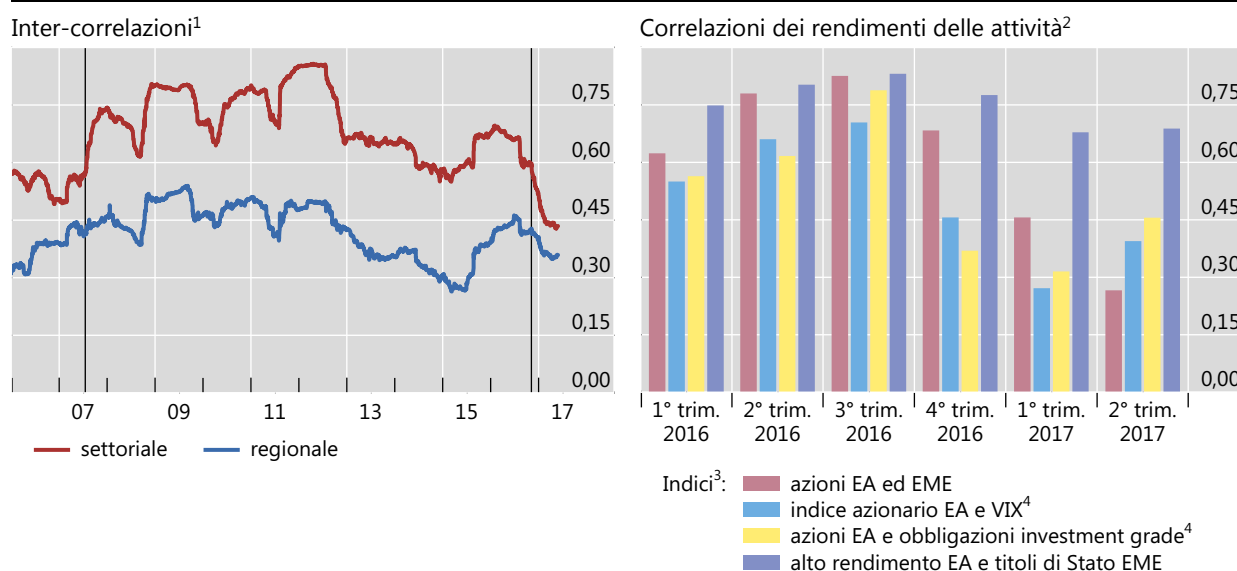
Sotteso a questi cambiamenti è stato uno spostamento dell'attenzione degli operatori di mercato dalla politica monetaria agli eventi politici. Durante la maggior parte del periodo successivo alla crisi, i mercati si erano concentrati sulle politiche delle banche centrali in quanto determinante chiave dei rendimenti delle attività. Nell'anno trascorso, tuttavia, l'impatto delle decisioni di politica monetaria e degli annunci relativi ai rendimenti obbligazionari (così come dei prezzi di altre attività) è stato relativamente modesto (grafico II.9, diagrammi di sinistra e centrale). Al contrario, i risultati delle elezioni e dei referendum hanno portato a forti correzioni sui mercati (grafico II.9, diagramma di destra).

La maggiore enfasi data agli eventi politici ha influenzato anche le correlazioni dei rendimenti tra le classi di attività – il primo indicatore di un cambiamento della valutazione del rischio nei mercati finanziari (grafico II.10). Ciò è risultato particolarmente visibile nei mercati azionari. In particolare, nelle settimane successive alle elezioni presidenziali statunitensi, gli operatori di mercato hanno considerato che il settore finanziario avrebbe beneficiato di una minore regolamentazione e di un aumento dei tassi di interesse mentre i settori ad alta intensità di importazione sarebbero stati penalizzati da una politica commerciale più aggressiva. Nei mesi successivi gli andamenti settoriali sono mutati nelle prospettive con il mutarsi delle priorità e la riconsiderazione da parte dei mercati delle prospettive di successo di varie iniziative (grafico II.3). Nel complesso, però, una notevole dispersione dei rendimenti settoriali si è tradotta in un calo delle correlazioni. Vi sono stati molti cambiamenti anche per le correlazioni dei rendimenti delle attività tra le diverse regioni, sostanzialmente per le stesse ragioni.

I modelli di correlazione vengono meno

Coefficiente di correlazione

Grafico II.10



Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 17 luglio 2007 (data dell'annuncio da parte di Bear Stearns del fallimento di fatto di due dei suoi fondi MBS) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

¹ Media dei coefficienti di correlazione bilaterali mobili su un anno delle variazioni giornaliere dei corrispondenti indici/attività inclusi in ogni categoria; il segno di correlazione negativa è invertito. Per le "correlazioni tra settori", sottoindici settoriali di livello 1 dell'S&P 500 (11 sottoindici); per le "correlazioni tra regioni", principali indici azionari per BR, CN, GB, HK, JP, KR, MX, PL, RU, TR, US ed Europa. ² Coefficienti di correlazione fra trimestri delle variazioni giornaliere dei corrispondenti indici inclusi in ogni categoria. ³ Aggregati EA ed EME della Bank of America Merrill Lynch. ⁴ Il segno è stato invertito per facilitare il confronto.

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

L'improvviso calo delle correlazioni ha mutato modelli di mercato ormai consolidati. Per la maggior parte del periodo successivo alla crisi, nelle fasi di aumento della fiducia, i prezzi delle attività rischiose (azioni, titoli di debito societario, materie prime e titoli di debito e valute delle EME) avevano mostrato una tendenza all'aumento e quelli delle attività non rischiose (titoli di Stato delle grandi economie) al calo; quando gli operatori di mercato perdevano la fiducia, si verificava il contrario. Nel corso del 2016 e nella prima parte del 2017 questo comportamento uniforme ha lasciato spazio a risposte più eterogenee.

Un fattore importante della dinamica risk on/risk off è stata l'influenza della politica monetaria delle grandi economie avanzate sulla propensione al rischio degli investitori a livello mondiale. Gli operatori di mercato hanno spesso intrattenuto negoziazioni parallele, effettuando acquisti e vendite del rischio nei diversi settori e nelle diverse regioni sulla base della percezione delle intenzioni delle banche centrali e delle aspettative riguardo a condizioni monetarie persistentemente accomodanti. Nel periodo preso in esame gli sviluppi delle politiche economiche causati da eventi politici hanno giocato un ruolo sempre più importante, contribuendo al calo delle correlazioni.

Il secondo segnale di un cambiamento delle relazioni di rischio è stata la crescente divergenza tra indicatori di mercato per il rischio storicamente bassi e indici crescenti dell'incertezza delle politiche economiche (grafico II.8, diagramma di destra). È possibile individuare alcune ragioni alla base dell'ampliarsi di questo divario (Riquadro II.B). La prima è che l'aumento delle incertezze sulle politiche economiche contrastava con la maggiore fiducia rispetto alla sostenibilità della ripresa. Un'altra ragione, collegata alla precedente, è che le prospettive di misure a sostegno della crescita e dei profitti hanno più che compensato l'incertezza che le circonda: gli operatori di mercato hanno considerato come improbabili gli avvenimenti di rischio politico che avrebbero minato la crescita e i profitti.

In realtà, una terza evoluzione che mostra che le dinamiche del rischio sono cambiate è rappresentata dalle indicazioni che mostrano che i mercati hanno effettivamente prezzato gli eventi improbabili. Nonostante il basso livello dell'indice VIX, gli indicatori di rischio di ampie variazioni dei prezzi delle attività sono saliti dall'inizio del 2017. Il più conosciuto, l'indice CBOE SKEW, usa i prezzi delle opzioni out-of-the-money per misurare il rischio di grossi cali dell'S&P 500. Questo indice è salito nettamente da gennaio a marzo 2017 per poi scendere nuovamente. L'RXM, un indice che traccia la propensione a trarre profitto da marcati incrementi dell'S&P, è cresciuto in modo continuo nei primi cinque mesi del 2017 (grafico II.11, diagramma di sinistra).

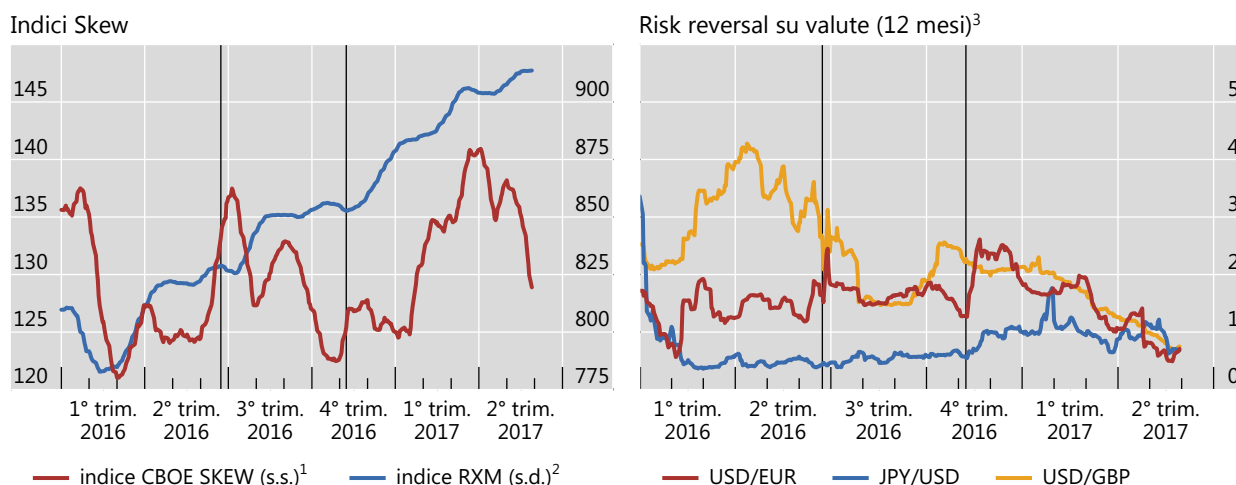
Le aspettative di rendimenti estremi si sono riflesse anche nel costo dell'acquisto di protezioni contro ampi movimenti dei tassi di cambio. I prezzi dei risk reversal sul dollaro USA rispetto ad altre valute suggeriscono che gli investitori erano disponibili a pagare di più per proteggersi contro un forte apprezzamento del dollaro rispetto all'euro nel periodo successivo alle elezioni statunitensi (grafico II.11, diagramma di destra). Con l'indebolimento del dollaro nel 2017, questi indicatori sono scesi.

Le evidenze circa la determinazione del prezzo dei rischi di coda nei mercati obbligazionari sono meno definitive. La maggior parte dell'attività di negoziazione ha luogo over the counter, quindi è più difficile avere informazioni sui prezzi. Ciò nondimeno, alcuni fattori potrebbero stare indicando un forte rischio di aumento inaspettatamente marcato – un'inversione di rotta – dei rendimenti delle obbligazioni principali, che sia stato prezzato oppure no.

I mercati valutano gli eventi di coda

Indice

Grafico II.11



Le linee verticali indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi).

¹ L'indice CBOE SKEW è una misura mondiale, indipendente dal prezzo strike, della pendenza della curva di volatilità implicita. ² L'indice CBOE S&P 500 Risk Reversal rileva l'andamento di un'ipotetica strategia di risk reversal che prevede l'acquisto di un'opzione call rolling mensile SPX out-of-the-money, la vendita di un'opzione put rolling mensile SPX out-of-the-money e la detenzione di un deposito rolling del mercato monetario. ³ Un aumento indica che gli operatori di mercato sono disposti a versare un premio maggiore per coprirsi contro un apprezzamento del dollaro USA.

Fonte: Bloomberg.

In primo luogo, finora gli operatori di mercato sono stati piuttosto ottimisti riguardo ai rischi di aumento dell'inflazione. In particolare, i rendimenti obbligazionari non sono cresciuti parallelamente alla ripresa dei mercati azionari avvenuta nella prima metà del 2017. I rendimenti obbligazionari potrebbero improvvisamente tornare ai livelli precedenti se i rischi inflazionistici dovessero inaspettatamente diventare concreti e gli operatori riconsiderassero i tempi e il ritmo della normalizzazione delle politiche monetarie, compresa la correzione dei bilanci delle banche centrali (Capitolo IV).

In secondo luogo, alcuni fattori strutturali potrebbero potenzialmente giocare un ruolo nell'amplificare i movimenti dei prezzi nei mercati a reddito fisso. Un insieme di fattori riguarda le scelte di investimento e di copertura dei grandi investitori istituzionali¹. Il calo dei rendimenti nel periodo successivo alla crisi ha spinto alcuni fondi pensione e alcuni assicuratori a comprare obbligazioni a scadenza più lunga per compensare la maggiore duration delle loro passività. Ciò ha fatto scendere ulteriormente i rendimenti a lungo termine.

In modo più generale, una bassa volatilità dei mercati può incoraggiare l'assunzione di rischio. Alcune note strategie di mercato, come quella della "parità di rischio", applicano allocazioni di portafoglio che fanno ricorso a leva e sono basate sui profili di rischio storici di diverse classi di attività. In alcuni casi, un cambiamento dell'andamento della volatilità potrebbe meccanicamente indurre una vendita delle attività, che potrebbe a sua volta amplificare l'aumento della volatilità e indebolire ulteriormente il mercato.

Forse rispecchiando questi o altri meccanismi analoghi, vi è evidenza che negli ultimi anni i tassi di interesse a lungo termine hanno teso a reagire più bruscamente

ai movimenti ad alta frequenza dei tassi di interesse a breve termine². Il “taper tantrum” e il “bund tantrum” – l’impennata inaspettata dei rendimenti dei titoli di Stato di metà 2013 e della prima metà del 2015, rispettivamente – hanno mostrato che un’uscita massiva dai mercati a reddito fisso può produrre distorsioni temporanee significative dei prezzi delle attività, particolarmente dopo un lungo periodo di relativa calma dei mercati.

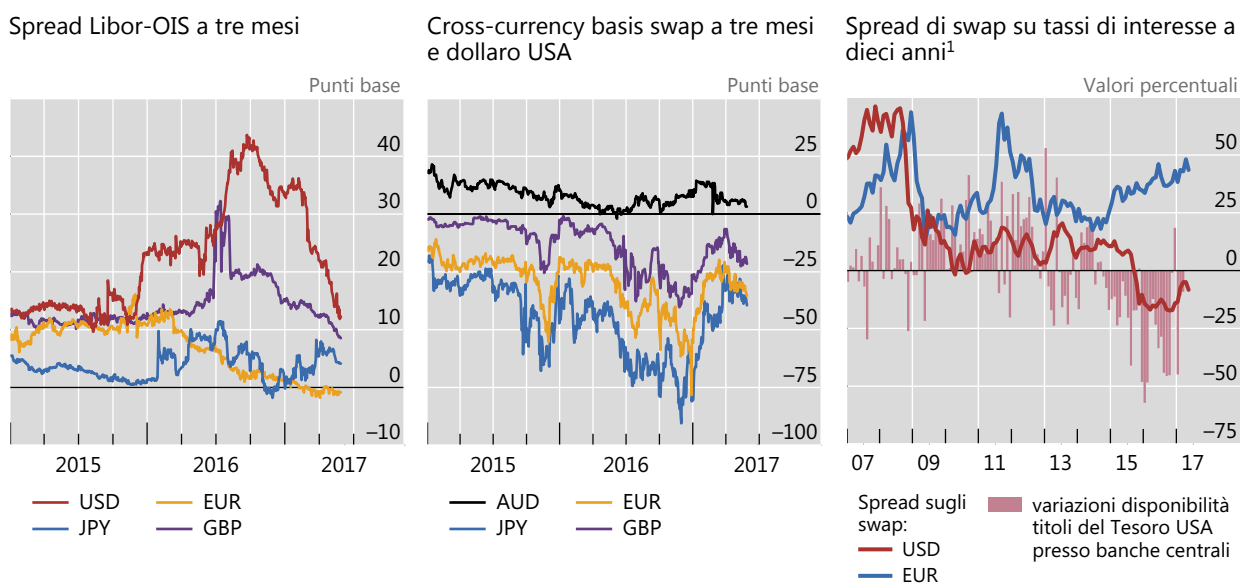
Le anomalie di prezzo diminuiscono ma non scompaiono

Sebbene abbiano reagito ai cambiamenti delle politiche economiche e agli shock politici, i mercati finanziari hanno continuato a riflettere l’effetto dei cambiamenti strutturali di più lungo periodo della tecnologia, dei quadri di regolamentazione e dei modelli di business delle banche (Capitolo V). Nei mercati valutari il ruolo dei diversi operatori è cambiato molto negli ultimi anni, e questo ha avuto delle implicazioni sulla profondità e la resilienza dei mercati (Riquadro II.C). In altri mercati vi sono state delle evoluzioni nell’ambito della liquidità e delle dinamiche di prezzo. Alcuni di questi cambiamenti hanno prodotto anomalie di prezzo persistenti.

Il finanziamento in dollari USA delle banche attive a livello internazionale è un’area in cui le modifiche strutturali hanno avuto un impatto sui mercati. Nell’ottobre 2016 è entrata in vigore una nuova serie di norme per i fondi prime del mercato monetario statunitensi volta a mitigare i rischi sistemici (Capitolo V). A partire da fine 2015, quando le banche hanno cominciato a ricercare altre fonti di finanziamento in dollari anticipando le nuove norme, questi cambiamenti hanno avuto un impatto sui mercati monetari del dollaro USA a breve termine. Per esempio, lo spread tra il Libor in dollari USA e i tassi degli overnight index swap (OIS) si è ampliato nell’arco del 2016 (grafico II.12, diagramma di sinistra). Questo spread si è ristretto dopo l’entrata in vigore delle nuove norme ma non è tornato ai livelli del 2015 fino al secondo trimestre del 2017.

La riforma dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti ha contribuito anche ad ampliare la cross-currency basis (grafico II.12, diagramma centrale). La cross-currency basis indica la differenza tra l’interesse versato per un prestito in una valuta in cambio di un’altra nel mercato degli swap su valute e il costo di un prestito in tale moneta direttamente nel mercato a pronti. Una base che si scosta dal valore nullo implica una violazione della parità coperta dei tassi di interesse (CIP) – una delle relazioni di prezzo più affidabili nei mercati finanziari nel periodo precedente alla crisi. Da allora, i prenditori in dollari hanno pagato un premio per i finanziamenti nel mercato degli swap valutari (base negativa) contro la maggior parte delle valute, in particolare l’euro e lo yen, mentre hanno beneficiato di uno sconto contro altre valute, tra cui il dollaro australiano.

Diversi fattori determinano la persistenza di una cross-currency basis³. Durante la Grande Crisi Finanziaria (GCF), le violazioni della CIP hanno rispecchiato le tensioni indotte dalla crisi nei mercati interbancari, in particolare le difficoltà delle banche non statunitensi nell’ottenere finanziamenti in dollari. Più recentemente, la combinazione di una domanda di copertura senza precedenti e limiti più stringenti all’arbitraggio ha avuto i suoi effetti. Tra le altre cose, negli ultimi anni, il contesto di bassi tassi ha portato gli investitori istituzionali non statunitensi a comprare titoli denominati in dollari come parte della loro ricerca di rendimento, facendo aumentare la domanda per gli investimenti in attività denominate in dollari USA con copertura valutaria. Allo stesso tempo, ora le banche devono affrontare costi più elevati nell’usare i loro bilanci



¹ Medie mensili di dati giornalieri.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

per sfruttare le opportunità di arbitraggio, a causa di una gestione più severa dei rischi di bilancio e di vincoli regolamentari più rigidi. Un dollaro più forte può anch'esso far salire il costo della capacità di bilancio delle banche. Di conseguenza, il comportamento della cross-currency basis nel periodo successivo alla crisi è stato anch'esso strettamente legato alla forza del dollaro USA⁴. Alla fine del 2016 e nella prima metà del 2017 la base si è ristretta nella maggior parte delle coppie di valute ma non è scomparsa.

Un'altra anomalia persistente è emersa nel mercato degli swap su tassi di interesse in singole valute (grafico II.12, diagramma di destra). Nel 2015 gli spread tra la componente a tasso fisso di questi strumenti e i rendimenti dei titoli di Stato, solitamente positivi di riflesso al rischio creditizio di controparte, sono scesi sotto lo zero per i contratti in dollari USA. Ciò potrebbe aver riflesso in parte le vendite dei titoli del Tesoro USA da parte dei gestori delle riserve delle EME, che avrebbero spinto i rendimenti dei titoli del Tesoro al rialzo. Inoltre, uno squilibrio tra l'offerta e la domanda sembra aver fatto scendere il tasso della componente fissa degli swap. Da un lato la domanda per ricevere un tasso fisso è aumentata parallelamente all'incremento delle emissioni di strumenti in dollari USA a reddito fisso a livello mondiale. Dall'altro lato, i grandi enti di emanazione governativa statunitensi, che prima della GCF tendevano a pagare la componente fissa dei tassi e a ricevere tassi variabili nei mercati degli swap in dollari a fini di copertura dei loro portafogli di prestiti ipotecari di lungo termine a tasso fisso, non sono più operatori attivi ora che la Federal Reserve ha raccolto una larga quota di questi portafogli attraverso i suoi programmi di acquisto di attività. E, così come con l'anomalia della CIP, le grandi banche intermediarie sono meno disponibili a usare i loro bilanci per sfruttare le opportunità di arbitraggio offerte da questo squilibrio. Gli spread sugli swap denominati in euro, che non erano soggetti a queste pressioni, si sono ampliati negli ultimi anni forse a causa delle pressioni sui rendimenti dei titoli di Stato in euro causate dal programma di acquisto di attività della BCE⁵.

Anche l'anomalia degli swap su tassi di interesse si è ridotta nel periodo preso in rassegna ma non è del tutto scomparsa. Da metà 2016 lo spread in dollari USA è meno negativo mentre quello in euro si è ampliato ulteriormente. Sul fronte del dollaro USA, l'incremento dei rendimenti potrebbe aver ridotto la domanda degli investitori per posizioni in cui si ricevono interessi a tasso fisso; sul fronte dell'euro, l'acquisto di attività della BCE ha continuato a mantenere bassi i benchmark dei rendimenti dei titoli di Stato.

Premi a termine: concetti, modelli e stime

Le misure non convenzionali di politica monetaria, in particolare gli acquisti su larga scala di titoli di Stato, hanno creato interesse per gli effetti della politica monetaria sulla struttura per scadenze dei tassi di interesse. Ci si è chiesti quanto, e attraverso quali canali, tali politiche abbiano influito sui rendimenti obbligazionari a lungo termine. Un'altra questione strettamente connessa riguarda l'entità potenziale di una correzione dei rendimenti obbligazionari.

Un approccio standard per rispondere a tali interrogativi consiste nello scomporre i tassi di interesse a lungo termine in due componenti: le aspettative e i premi a termine. Da un punto di vista concettuale, la prima coglie l'andamento dei tassi di interesse a breve termine scontato dai mercati obbligazionari, mentre la seconda misura l'extrarendimento rispetto alle obbligazioni a breve termine che gli investitori avversi al rischio richiedono per detenere obbligazioni a lungo termine¹. Più di recente è stata prestata particolare attenzione all'evoluzione dei premi a termine sui titoli di Stato a lungo termine, sia come proxy dell'impatto degli acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali (e delle operazioni di bilancio più in generale), sia come indicatore del rischio di risalita improvvisa dei rendimenti: nella misura in cui gli acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali hanno compresso i premi a termine, gli operatori di mercato potrebbero tornare a richiedere una compensazione "normale" per detenere obbligazioni a lungo termine non appena si aspettino che tali politiche volgano al termine.

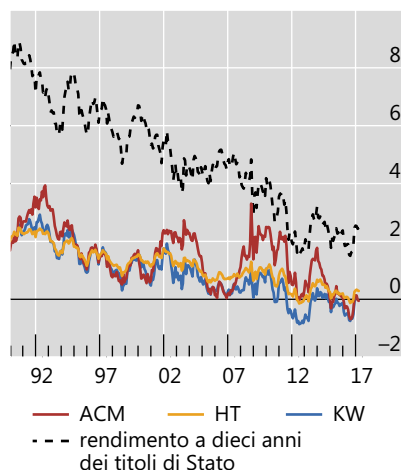
Né i premi a termine, né il profilo atteso del futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine – le due componenti dei rendimenti obbligazionari scelte – sono direttamente osservabili. Di conseguenza, le stime dipendono in misura determinante dall'approccio seguito e dalle ulteriori ipotesi adottate.

Stime del premio a termine e loro determinanti

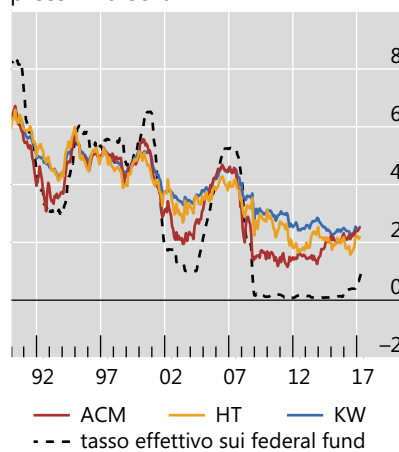
In punti percentuali

Grafico II.A

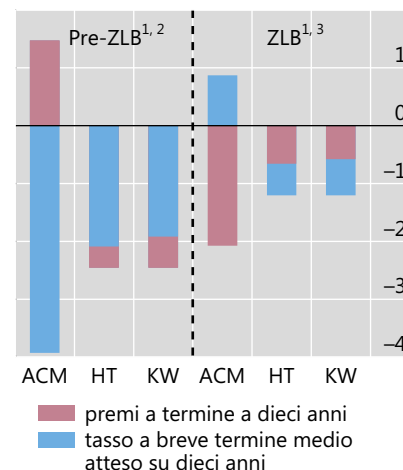
Premi a termine a dieci anni



Tasso a breve medio atteso nei prossimi dieci anni



Variazioni cumulate dei rendimenti



ACM = Adrian, Crump e Moench; HT = Hørdahl e Tristani; KW = Kim e Wright.

¹ Zero lower bound (ZLB). ² Differenza tra la media nel 2000 e la media nel novembre 2008. ³ Differenza tra gennaio 2009 e dicembre 2015.

Fonti: T. Adrian, R. Crump e E. Moench, "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, ottobre 2013, pagg. 110-38; P. Hørdahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, settembre 2014, pagg. 1-47; D. Kim e J. Wright, "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates", *FEDS Working Papers*, agosto 2005; Survey of Professional Forecasters.

Un approccio consiste nell'approssimare l'andamento stimato dei tassi a breve termine utilizzando misure ricavate dalle indagini. Qui, un limite risiede nel fatto che le indagini non sono condotte di continuo e coprono solo un insieme ristretto di orizzonti previsionali. Inoltre, non vi è certezza che esse rispecchino in maniera attendibile le reali aspettative degli operatori di mercato. Tecniche più sofisticate modellizzano la struttura per scadenze dei tassi di interesse attraverso un insieme ristretto di fattori esplicativi e interpretano poi le previsioni del modello come aspettative degli operatori sui futuri tassi a breve termine. In questo quadro, i premi a termine garantiscono che le dinamiche dei fattori che determinano i rendimenti siano coerenti con le valutazioni delle obbligazioni a diverse scadenze prevalenti in ciascun momento considerato, ipotizzando una modalità specifica per determinare i prezzi dei rischi associati². Sebbene l'approccio più diffuso in letteratura consista nell'estrarre i fattori esclusivamente dagli stessi rendimenti obbligazionari³, alcuni ricercatori hanno incluso anche dati provenienti dalle indagini circa le aspettative sui tassi di interesse⁴. Altri hanno proposto l'uso di fattori macroeconomici, come le misure dell'inflazione o dell'attività economica, a complemento (o in sostituzione) dei fattori legati ai rendimenti, per permettere una comprensione più approfondita delle determinanti economiche dei rendimenti obbligazionari⁵. Tipicamente, questi fattori macroeconomici vengono poi connessi al tasso di interesse a breve termine mediante una data regola di politica monetaria.

Naturalmente, diverse scelte di modellizzazione conducono a diversi premi a termine, come illustrato nel diagramma di sinistra del grafico II.A, che riporta per gli Stati Uniti diverse stime dei premi a termine a dieci anni insieme ai rendimenti a dieci anni stessi. Le stime sono ricavate da modelli dinamici della struttura a termine: il modello usato dalla Federal Reserve Bank di New York che si basa esclusivamente sui fattori legati al rendimento (Adrian, Crump e Moench (2013; ACM)); un modello basato sui fattori legati al rendimento con informazioni aggiuntive ricavate dalle indagini usato dal Federal Reserve Board (Kim e Wright (2005; KW)); infine, un modello basato su fattori macroeconomici che include anche informazioni provenienti da indagini usato dalla BRI e dalla BCE (Hördahl e Tristani (2014; HT))⁶. Malgrado la vasta incertezza che circonda le stime ricavate da ciascun modello e la maggiore variabilità delle stime ricavate dal modello ACM, i diversi metodi giungono sostanzialmente alle stesse conclusioni principali: un calo graduale dei premi negli ultimi 25 anni circa, di pari passo con la flessione dei rendimenti; un livello molto basso (e persino negativo) dei premi nel periodo post-crisi; infine, premi prossimi allo zero nell'attuale frangente.

Le disparità tra le stime dei premi a termine nei diversi modelli possono a volte essere notevoli e sembrano rispecchiare dinamiche sistematiche, in gran parte riconducibili al modo in cui la componente delle aspettative viene strutturata (grafico II.A, diagramma centrale). Nel complesso, questa componente tende sostanzialmente a seguire i movimenti nel segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti, misurato dal tasso effettivo sui federal fund. Questo comovimento è più accentuato per il modello ACM basato esclusivamente sul rendimento, dato che l'uso di informazioni derivanti dalle indagini da parte degli approcci KW e HT fornisce un ancoraggio diverso per le aspettative. Ad esempio, in seguito al fallimento di Lehman alla fine del 2008, il modello ACM produce per gli Stati Uniti un calo di oltre 100 punti base, a circa l'1,5%, del tasso di interesse a breve termine medio atteso e un corrispondente aumento del premio a termine a oltre il 3%. Nel modello KW il calo è nettamente inferiore, circa 50 punti base, e dato che il tasso di interesse a breve termine medio atteso è stabile a circa il 3% – molto vicino al livello indicato dai dati delle indagini – la flessione dei rendimenti a dieci anni alla fine del 2010 conduce a un netto calo del premio a termine, che passa in territorio negativo. La stima ricavata dal modello HT si colloca in una posizione intermedia, probabilmente a causa dell'inclusione di informazioni macroeconomiche.

Le disparità si accentuano se si mettono a confronto le variazioni cumulate dei rendimenti nei periodi pre e post "zero lower bound" (ZLB), ossia quando il tasso di riferimento della politica monetaria si è collocato in prossimità del suo limite inferiore, pari a zero (diagramma di destra del grafico II.A)⁷. Nel periodo pre-ZLB, il modello ACM attribuisce tutto il calo dei rendimenti a dieci anni statunitensi alla flessione dei tassi a breve attesi, il che si traduce in un effettivo aumento del premio a termine. Sebbene i modelli KW e HT indichino anch'essi un ruolo relativamente importante delle variazioni delle aspettative, essi mostrano invece un calo del premio. Raggiunto lo ZLB, il ruolo delle variazioni nei premi a termine aumenta in tutti modelli, ma in misura più marcata nell'approccio ACM basato unicamente sui rendimenti.

Una differenza aggiuntiva tra i modelli è collegata ai loro risultati nelle stime in tempo reale. Le stime vengono riviste a mano a mano che nuove osservazioni diventano disponibili e che le stime dei parametri sono aggiornate? Da questo punto di vista, i modelli che includono maggiori parametri o input oggetto di consistenti revisioni, come le stime dell'output gap, sono penalizzati^⑧.

① Un prerequisito di questa scomposizione è che le scelte di portafoglio degli operatori siano basate su previsioni a lungo termine, piuttosto che su considerazioni come la gestione del rischio o altre aspettative a orizzonte temporale più breve. Sulle insidie concettuali inerenti al trattamento del "mercato" come una "persona" con tali caratteristiche, cfr. H. S. Shin, "How much should we read into shifts in long-dated yields?", discorso all'US Monetary Policy Forum, New York, marzo 2017. ② Le dinamiche dei fattori sono generalmente modellizzate come un processo vettoriale autoregressivo (VAR) di ordine inferiore; inoltre, si presuppone che i rischi che interessano gli investitori siano valutati in modo tale che dipendano linearmente dai fattori. Questo tipo di ipotesi sul prezzo del rischio dà luogo a implicite dinamiche di fattore corrette (le cosiddette "dinamiche neutrali al rischio", in contrapposizione alle "dinamiche obiettive" del mondo reale), che sono coerenti con il modo in cui il prezzo delle obbligazioni viene determinato sui mercati. ③ Cfr. ad esempio D. Duffie e R. Kan, "A yield-factor model of interest rates", *Mathematical Finance*, vol. 6, n. 4, ottobre 1996, pagg. 379-406. ④ Cfr. ad esempio D. Kim e A. Orphanides, "Term structure estimation with survey data on interest rate forecasts", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, 2012, pagg. 241-72. ⑤ Ne sono esempi A. Ang e M. Piazzesi, "A no-arbitrage vector autoregression of term structure dynamics with macroeconomic and latent variables", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n. 4, maggio 2003, pagg. 745-87; P. Hördahl, O. Tristani e D. Vestin, "A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics", *Journal of Econometrics*, vol. 131, marzo-aprile 2006, pagg. 405-44; e G. Rudebusch e T. Wu, "A macro-finance model of the term structure, monetary policy and the economy", *The Economic Journal*, vol. 118, luglio 2008, pagg. 906-26. ⑥ Riferimenti dettagliati sono indicati nelle fonti del grafico II.A. ⑦ Una questione connessa è in che modo lo ZLB influenzi il segmento a breve termine della curva dei rendimenti e di conseguenza le stime del profilo atteso dei tassi a breve termine e del premio a termine. Sebbene siano stati suggeriti diversi modelli per trattare lo ZLB – cfr. ad esempio J. Wu e F. Xia, "Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, pagg. 253-91 – le implicazioni per i premi a termine non sono state pienamente analizzate. ⑧ È il caso, in particolare, del modello HT, che di conseguenza offre un'interpretazione più ricca delle determinanti della curva di rendimento, più coerente con la struttura dei modelli macroeconomici, a discapito dei risultati in tempo reale, che sono meno soddisfacenti.

Rischio o incertezza?

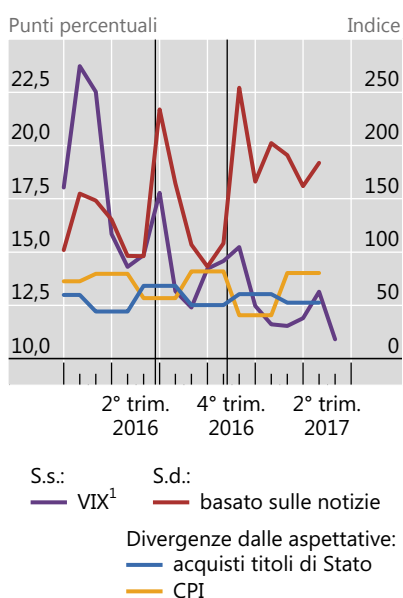
Nel periodo in rassegna, è emersa in primo piano la divergenza tra le misure del rischio finanziario e quelle di incertezza sulle politiche economiche. I due fenomeni sono concettualmente collegati. Tradizionalmente, il rischio finanziario si riferisce alla distribuzione dei rendimenti futuri impliciti ai prezzi del mercato finanziario, in particolare quelli delle opzioni. Più è alto il rischio finanziario, più è probabile che si verifichino ampi movimenti di prezzo, al rialzo come al ribasso. Le misure di incertezza sulle politiche economiche, invece, tentano tipicamente di cogliere il grado di insicurezza generale degli analisti circa gli eventi economici connessi alle politiche.

Mentre la volatilità implicita (desunta dai prezzi delle opzioni) è diventata la principale misura del rischio finanziario, l'incertezza sulle politiche è, per sua stessa natura, più difficile da quantificare. Tra i vari indicatori di incertezza sulle politiche economiche, quello di Baker, Bloom e Davis (2016) incontra particolare favore^①. La versione di questo indicatore riferita agli Stati Uniti è composta da tre componenti: la copertura giornalistica dell'incertezza legata alle questioni di politica economica; il numero di disposizioni del codice tributario federale la cui scadenza è prevista negli anni a venire; e il grado di disaccordo tra gli analisti circa le loro previsioni economiche sulla spesa pubblica e sull'inflazione. Gli indicatori elaborati per altre principali economie si basano unicamente sulla prima di queste componenti.

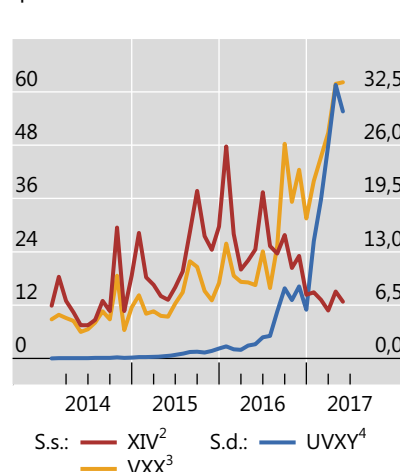
L'incertezza sulle politiche economiche e il rischio sui mercati finanziari divergono

Grafico II.B

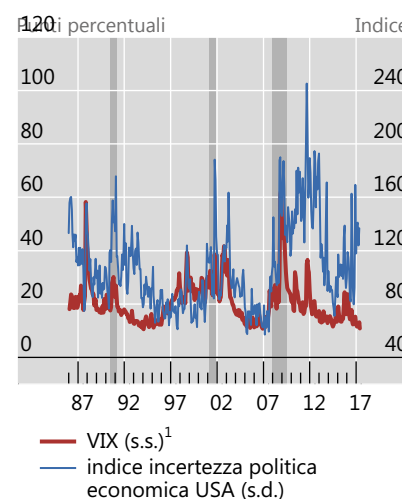
Scomposizione dell'indicatore di incertezza della politica economica statunitense



Volumi delle operazioni mensili in ETF sulla volatilità, in milioni di quote



Volatilità, incertezza e recessioni



Le linee verticali nel diagramma di sinistra indicano il 23 giugno 2016 (referendum britannico sull'appartenenza alla UE) e l'8 novembre 2016 (elezioni presidenziali statunitensi). Le aree ombreggiate nel pannello di destra indicano i periodi di recessione come definiti dal National Bureau of Economic Research degli Stati Uniti.

¹ Indice della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali annualizzati. ² Exchange-traded note (ETN) VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term. I pagamenti sono basati sull'inverso della performance dell'indice sottostante e dell'indice S&P 500 VIX Short-Term Futures. ³ ETN iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures. I pagamenti sono basati sulla performance dell'indice sottostante e dell'indice S&P 500 Short-Term VIX Futures TR. ⁴ Exchange-traded fund (ETF) ProShares Ultra VIX Short-Term Futures. Il fondo mira a ottenere dei rendimenti di investimento giornalieri corrispondenti a due volte (200%) la performance dell'indice S&P 500 VIX Short-Term Futures.

Fonti: S. Davis, *An index of global economic policy uncertainty*, www.PolicyUncertainty.com; www.nber.org/cycles.html; Bloomberg; elaborazioni BRI.

Una delle possibili spiegazioni della divergenza tra la volatilità implicita e gli indici di incertezza sulle politiche economiche basati sulle notizie è identificabile nel meccanismo di amplificazione dei mezzi di informazione: la proliferazione di articoli legati all'incertezza può aver innescato una copertura più ampia di questo tema. Di fatto, l'incremento dell'indicatore di incertezza sulle politiche registrato da metà 2016 ha coinciso con un aumento degli articoli giornalistici che trattano del tema dell'incertezza (grafico II.B, diagramma di sinistra). Per contro, la componente dell'indicatore incentrata sui disaccordi tra le previsioni è andata calando, con un andamento più prossimo a quello della volatilità di mercato.

Altre spiegazioni complementari riguardano i prezzi del mercato finanziario. I fattori che determinano i bassi livelli di volatilità possono non essere connessi al rischio: i prezzi possono essere stabili, ad esempio, grazie all'abbondante liquidità derivante dalle politiche di allentamento quantitativo delle banche centrali. Un'altra possibilità è che l'incertezza sulle politiche economiche colga i rischi di eventi estremi che potrebbero avere un'influenza minima sulle volatilità implicite dovuta alla difficoltà intrinseca nell'assegnare una probabilità a tale tipologia di eventi. L'assunzione di posizioni su prodotti basati sulla volatilità, nei quali l'attività si è espansa rapidamente negli ultimi anni, potrebbe portare all'eliminazione dell'indice di volatilità implicita (grafico II.B, diagramma centrale). Infine, le misure di incertezza basate sulle notizie potrebbero riflettere questioni non ancora visibili agli operatori di mercato, se i loro effetti riguardano un orizzonte temporale più lungo.

La divergenza tra l'incertezza sulle politiche economiche e la volatilità di mercato non costituisce una novità. Precedenti episodi di elevata incertezza sulle politiche in un contesto di bassa volatilità di mercato si sono verificati subito dopo la recessione dei primi anni novanta, negli anni che hanno seguito lo scoppio della bolla tecnologica e gli attacchi dell'11 settembre, e all'indomani della Grande Crisi Finanziaria. In linea generale, gli indici di volatilità e di incertezza sulle politiche economiche sembrano essere stati strettamente correlati e relativamente contenuti nei periodi che precedono le crisi, e dissociati nelle fasi iniziali della ripresa economica (grafico II.B, diagramma di destra).

① S. Baker, N. Bloom e S. Davis, "Measuring economic policy uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, pagg. 1593-1636, 2016.

Cambiamenti nell'ecosistema del mercato dei cambi

Nel 2016 il volume giornaliero delle contrattazioni nei mercati dei cambi si è attestato a \$5 100 miliardi, stando all'Indagine triennale delle banche centrali sull'attività nei mercati dei cambi^①. Per la prima volta, l'attività è scesa rispetto alla precedente Indagine di tre anni prima. L'attività degli hedge fund e delle principali società di negoziazione è calata, mentre è aumentata notevolmente quella degli investitori istituzionali. Alla base di molte di queste tendenze vi sono stati flussi commerciali e finanziari ridotti, modifiche nelle politiche monetarie delle principali banche centrali e il calo del prime brokerage su valuta. Questi mutamenti riguardanti gli operatori e le determinanti di mercato sono andati di pari passo con l'ulteriore evoluzione registrata nei metodi di approvvigionamento di liquidità in valuta e con i cambiamenti nei metodi di esecuzione delle contrattazioni nei mercati dei cambi (cfr. Capitolo V per una trattazione più ampia delle modifiche dei modelli di business delle maggiori banche intermedie).

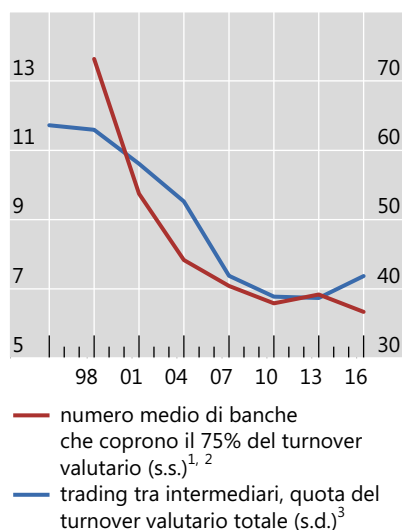
Tra le banche intermedie vi è stata una crescente biforcazione tra i pochi grandi istituti che hanno continuato a voler assumere rischi nel loro bilancio in quanto obbligati principali e altri che hanno principalmente adottato il modello di agenzia del market-making. Di fatto, dall'Indagine triennale del 2016 emerge che il numero di banche a cui è riconducibile il 75% delle contrattazioni valutarie è ripreso a calare (grafico II.C.1, diagramma di sinistra), mentre la quota di contrattazioni fra intermediari è cresciuta per la prima volta dall'Indagine del 1995.

Evoluzione delle contrattazioni inter-dealer e ingresso sul mercato dei market-maker non bancari

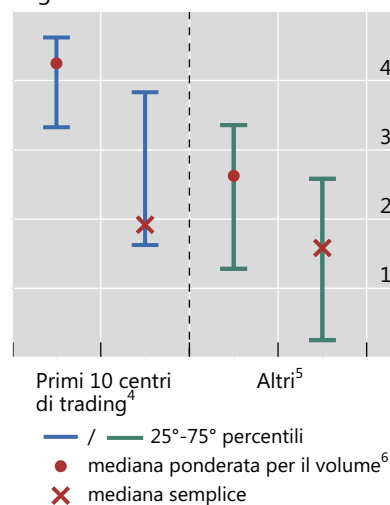
In percentuale

Grafico II.C.1

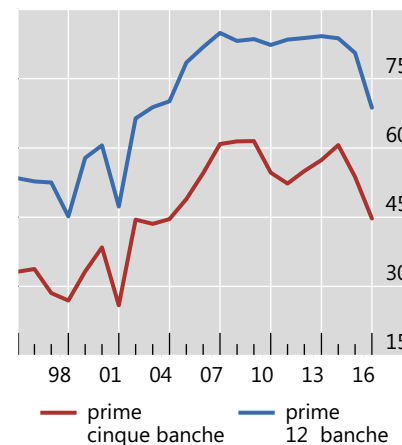
Biforcazione tra gli intermediari nei mercati dei cambi



Indici di internalizzazione in base alle dimensioni del centro di negoziazioni



Quota delle contrattazioni da parte di dealer di alto livello⁷



¹ Tra le seguenti giurisdizioni: AU, BR, CH, DE, DK, FR, GB, HK, JP, SE, SG e US. ² A pronti, a termine secco e riporti in cambi. ³ Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali inter-dealer (ossia su base "net-net"); medie giornaliere di aprile. ⁴ AU, CH, DE, DK, FR, GB, HK, JP, SG e US. ⁵ Le 40 giurisdizioni restanti che hanno fornito indici di internalizzazione. ⁶ Ponderato in base ai volumi delle contrattazioni di ogni intermediario dichiarante, escludendo i volumi nulli e i non dichiaranti. ⁷ Sulla base delle valutazioni Euromoney.

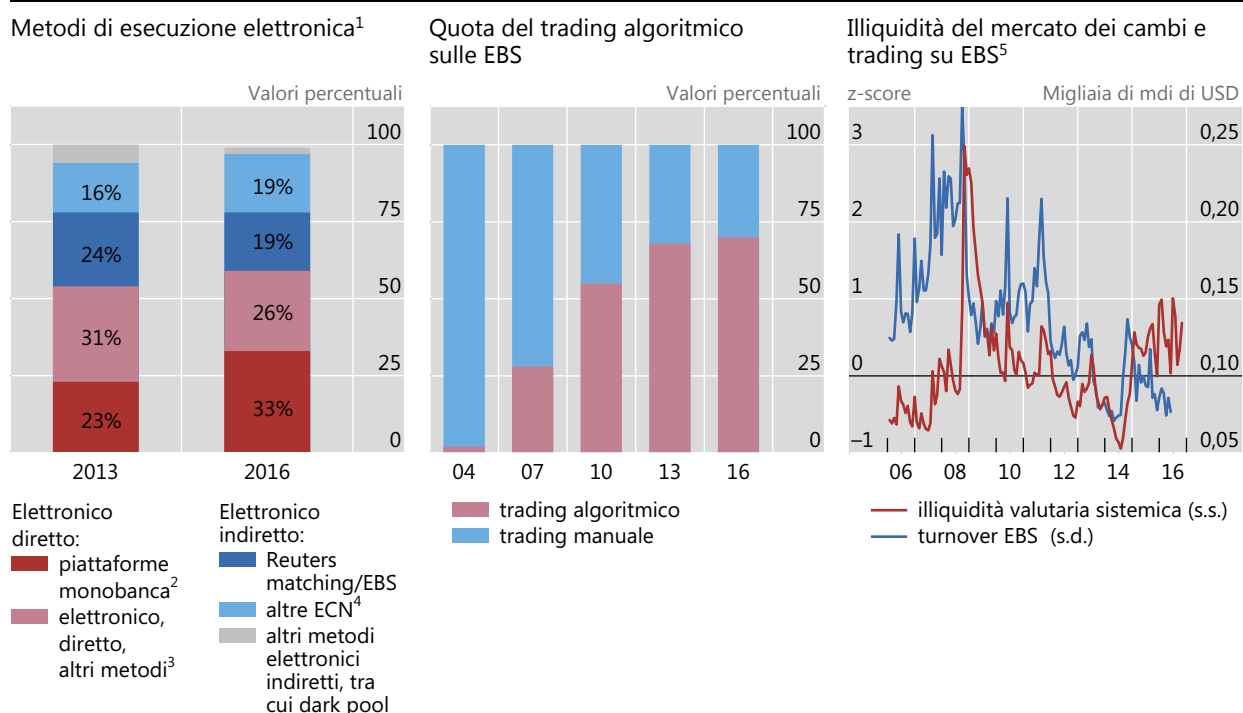
Fonti: Euromoney Foreign Exchange Survey 2016; Indagine triennale delle banche centrali coordinata dalla BRI; elaborazioni BRI.

Di conseguenza, la liquidità del mercato valutario ora fluisce da alcune banche intermedie "core" di alto livello del mercato valutario alle altre banche "periferiche". Questo tipo di negoziazioni inter-dealer segna un allontanamento dal classico "hot potato trading" di squilibri di scorte, che era solito essere la determinante principale della crescita delle contrattazioni tra intermediari¹. Solo un numero ridotto di banche intermedie ha mantenuto una forte posizione di "internalizzatori di flusso". L'internalizzazione è il processo secondo cui gli intermediari cercano di fare quadrare i flussi clienti scaglionati in compensazione nei loro portafogli invece di coprirli immediatamente nel mercato inter-dealer. Dall'Indagine triennale del 2016 è emerso che i rapporti di internalizzazione delle banche dealer nei mercati dei cambi che intermediano ingenti flussi e delle banche situate nei principali centri di contrattazione risultano molto maggiori rispetto a quelli di altri intermediari nei mercati dei cambi (grafico I.C.1, diagramma centrale).

Le banche intermedie sembrano essersi focalizzate maggiormente sul mantenimento di una struttura di mercato basata sulle relazioni e in particolare sulle transazioni OTC bilaterali, seppur in forma elettronica. Il trading bilaterale ha luogo principalmente tramite piattaforme single-bank di proprietary trading operato da banche di intermediazione del mercato dei cambi (grafico I.C.2, diagramma di sinistra), o mediante flussi di prezzi elettronici. Questo piccolo gruppo di banche dealer internazionali del mercato dei cambi ha affrontato la concorrenza dei sofisticati fornitori di liquidità tecnologici non bancari (grafico I.C.2, diagramma centrale). Alcune si sono anche trasformate da pure società di trading ad alta frequenza a internalizzatori di flusso e hanno cominciato a formulare direttamente quotazioni ai clienti.

Cambiamenti nel trading elettronico e negoziazioni nelle sedi di primary inter-dealer

Grafico I.C.2



¹ Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali inter-dealer. ² Sistemi di negoziazione single-bank operati da un singolo intermediario. ³ Altri metodi di esecuzione elettronica diretta, ad esempio flussi di prezzo elettronici diretti. ⁴ Electronic communication network. ⁵ La misura dell'illiquidità sistemica del mercato dei cambi è di Karnaukh et al. (2015) ed è un indicatore standardizzato basato su una misura composita dei differenziali denaro-lettera relativi e dei differenziali denaro-lettera corretti per la variazione della moneta, riguardante 30 coppie di valute.

Fonti: N. Karnaukh, A. Ranaldo e P. Söderlind, "Understanding FX liquidity", *Review of Financial Studies*, vol. 28, n. 11, 2015, pagg. 3073-108; EBS; Indagine triennale delle banche centrali coordinata dalla BRI; elaborazioni BRI.

Se il trading basato sulla relazione diretta dealer-clienti nelle varie sedi di contrattazione elettronica permette spread più bassi in un mercato stabile, la sua capacità di tenuta negli episodi di tensione non è ancora stata provata. Vero è che gli intermediari possono internalizzare ingenti flussi valutari e proporre spread più ristretti ai loro clienti nei periodi favorevoli. Ma le loro esigenze di coprire su base anonima nel mercato inter-dealer il rischio connesso alla detenzione di posizioni aumentano bruscamente negli episodi di tensione (grafico II.C.2, diagramma di destra). In questo senso, sedi di contrattazione anonime, come EBS e Reuters, possono essere viste come fornitori di un bene pubblico. Inoltre, mentre gli operatori tecnologici si sono anche affermati come market-maker e fornitori di liquidità, la maggior parte dei market-maker non bancari spesso non fa confluire nel mercato molta capacità di assorbimento del rischio.

① Banca dei Regolamenti Internazionali, "Foreign exchange turnover in April 2016", *Indagine triennale delle banche centrali*, settembre 2016; cfr. anche M. Moore, A. Schrimpf e V. Sushko, "Ridimensionamento dei mercati valutari: cause e implicazioni", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016. ② Cfr. M. Evans e R. Lyons, "Order flow and exchange rate dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 110, n. 1, 2002, pagg. 170-80; e W. Killeen, R. Lyons e M. Moore, "Fixed versus flexible: lessons from EMS order flow", *Journal of International Money and Finance*, vol. 25, n. 4, 2006, pagg. 551-79.

Note di chiusura

- ¹ Cfr. D. Domanski, H. S. Shin e V. Sushko, "The hunt for duration: not waving but drowning?", *IMF Economic Review*, vol. 65, n. 1, aprile 2017, pagg. 113-53.
- ² Cfr. S. Hanson, D. Lucca e J. Wright, "Interest rate conundrums in the twenty-first century", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 810, marzo 2017.
- ³ Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ⁴ Cfr. S. Avdjiev, W. Du, C. Koch e H. S. Shin, "The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity", *BIS Working Papers*, n. 592, novembre 2016.
- ⁵ Cfr. S. Sundaresan e V. Sushko, "Recent dislocations in fixed income derivatives markets", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015; e T. Ehlers ed E. Eren, "La trasformazione dei mercati dei derivati su tassi di interesse", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).

III. L'economia mondiale: riprese economiche in fase di maturazione, cicli finanziari in fase di svolta?

La ripresa ciclica dell'economia mondiale si è notevolmente consolidata nell'anno in rassegna. Agli inizi del 2017 quasi tutte le principali economie si trovavano in fase espansiva e i risultati delle indagini confermavano le prospettive favorevoli a breve termine. I paesi avanzati hanno evidenziato una riduzione delle risorse inutilizzate, specialmente nel mercato del lavoro, e molte economie emergenti (EME) hanno tratto beneficio dal livello più elevato dei prezzi delle materie prime. La crescita dei consumi ha costituito una determinante fondamentale della domanda, ma anche gli investimenti delle imprese hanno mostrato segnali di recupero. I cicli finanziari, in espansione in molte economie, hanno sorretto l'attività economica. Nei paesi avanzati colpiti dalla crisi la riduzione dell'indebitamento ha fatto posto a fasi di espansione finanziaria, mentre in varie economie avanzate più piccole ed EME i boom finanziari si sono moderati o, in alcuni casi, sono stati seguiti da una contrazione.

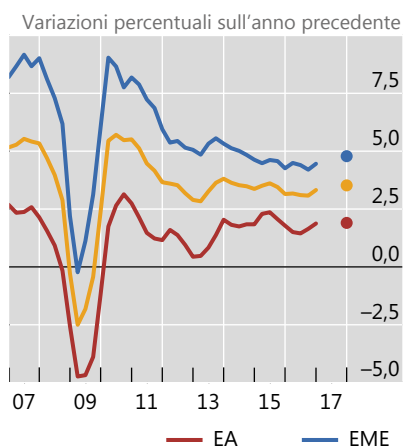
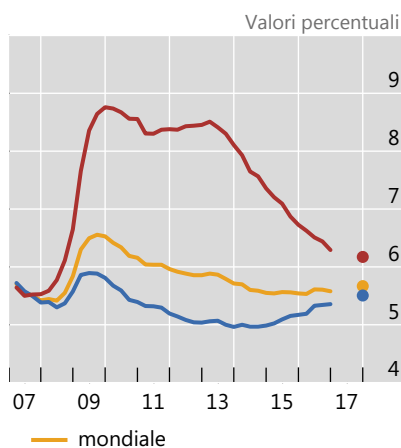
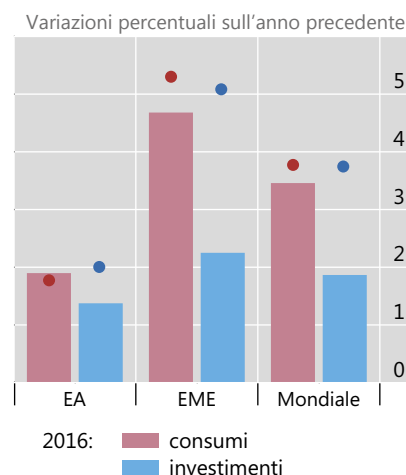
Nonostante le migliori prospettive a breve termine, nel medio periodo vi sono rischi per la sostenibilità dell'espansione economica. Anzitutto gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie segnalano rischi derivanti dal livello elevato del debito privato e dei prezzi delle case in diverse economie che non erano al centro della Grande Crisi Finanziaria (GCF). In secondo luogo, in alcuni paesi, il forte indebitamento delle famiglie potrebbe passare a esercitare una significativa azione di freno sulla domanda, in particolare qualora un rialzo dei tassi di interesse facesse aumentare gli oneri per il servizio del debito. Inoltre, la crescita persistentemente debole della produttività e l'alto debito delle imprese potrebbero gravare sugli investimenti. Infine, la maggiore diffusione di atteggiamenti protezionistici potrebbe incidere sulle prospettive economiche delle piccole economie avanzate aperte e delle EME in particolare.

Il presente capitolo inizia con una descrizione generale degli andamenti dei cicli economici e finanziari a livello mondiale nell'anno trascorso. Successivamente valuta i rischi di medio termine per le prospettive esaminando i rischi aggregati connessi al ciclo finanziario, la sostenibilità della crescita dei consumi e degli investimenti e i crescenti rischi di protezionismo. Infine, evidenzia come il sostegno fornito dalla fase ciclica apra una finestra di opportunità per perseguire politiche con effetti positivi sulla capacità di tenuta dell'economia e la sostenibilità della crescita.

Andamenti macrofinanziari a un punto di svolta?

L'economia mondiale ha messo a segno una vigorosa ripresa nella seconda metà del 2016 e pressoché tutte le maggiori economie si trovavano in fase espansiva agli inizi del 2017. Il tasso di crescita nel 2016 è stato di fatto lievemente inferiore rispetto all'anno precedente, collocandosi al 3,1%, ma nel 2017 dovrebbe salire al 3,5% (tabella A1 dell'Allegato statistico).

In molti paesi avanzati il ritmo di espansione si è rivelato maggiore del previsto nel terzo trimestre 2016 e si è mantenuto robusto fino a tutta la parte iniziale del 2017 (grafico III.1, diagramma di sinistra). Negli Stati Uniti è stato pari all'1,6% nel 2016, ma si prevede che salga al 2,1% nel 2017. Il PIL dell'area dell'euro è aumentato

Crescita del PIL in termini reali¹Tasso di disoccupazione²Crescita dei consumi e degli investimenti in termini reali¹

I punti indicano le previsioni per il 2017.

¹ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ² Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili dei livelli delle forze di lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. Esclusa l'India, per la quale non sono disponibili statistiche.

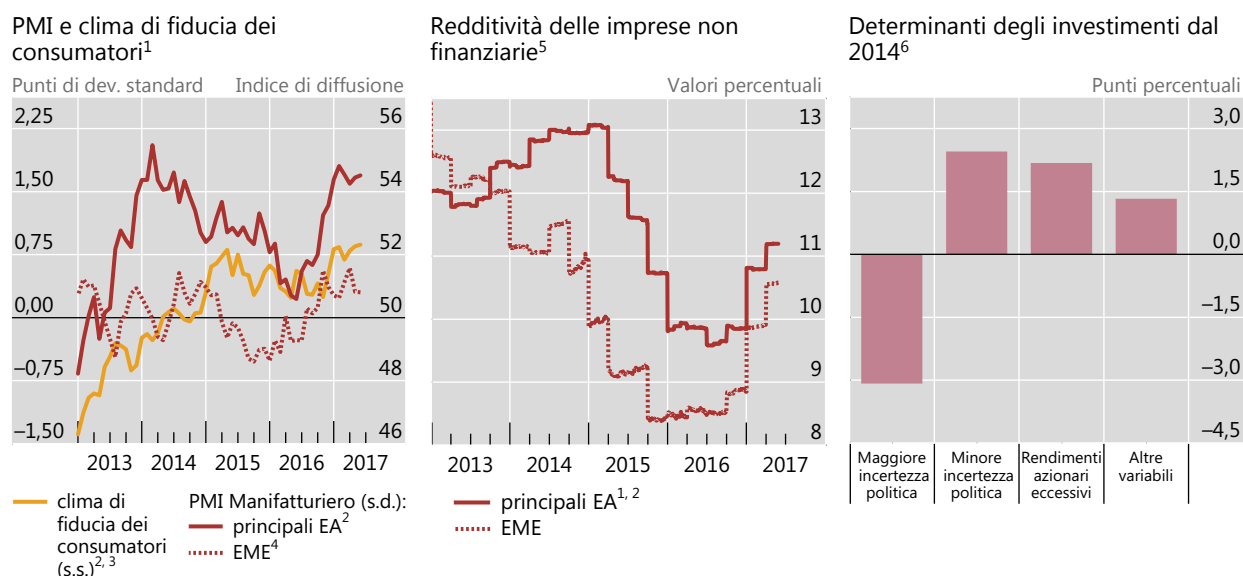
Fonti: FMI, *World Economic Outlook* e *International Financial Statistics*; OCSE, *Economic Outlook* e *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dell'1,7% nel 2016 e quello del Giappone dell'1,0%. Nonostante le incertezze connesse alla Brexit, l'economia britannica è cresciuta dell'1,8%. La ripresa congiunturale ha continuato a far scendere i tassi di disoccupazione nelle economie avanzate, portandoli in alcuni casi al di sotto dei livelli pre-crisi (diagramma centrale).

Nelle EME la crescita è stata lievemente inferiore che nei paesi avanzati, ma la ripresa dei prezzi dell'energia ha migliorato le prospettive per gli esportatori di materie prime. In Cina il ritmo di espansione dell'economia è salito dal 6,7% a metà 2016 al 6,9% nel primo trimestre 2017, grazie all'orientamento accomodante della politica fiscale. In India si è indebolito nella seconda metà del 2016, scendendo al 7,0% nel quarto trimestre. Il rialzo dei corsi petroliferi ha contribuito all'accelerazione dell'attività nei paesi esportatori di petrolio. In Russia il tasso di crescita del PIL è passato in territorio positivo nell'ultimo trimestre 2016, mentre in Brasile la flessione è parsa raggiungere il suo punto di minimo (tabella A1 dell'Allegato statistico).

I consumi hanno rappresentato il principale fattore propulsivo della domanda nelle economie sia avanzate sia emergenti durante il 2016, con una crescita che ha superato quella degli investimenti di circa mezzo punto percentuale nei paesi avanzati e di oltre 2 punti percentuali nelle EME (grafico III.1, diagramma di destra). Per il 2017 si prevede una ripresa degli investimenti nelle economie avanzate ed emergenti, assieme a una perdurante espansione dei consumi (diagramma di destra, punti). Nei paesi avanzati gli investimenti sono previsti crescere più dei consumi, mentre in quelli esportatori di materie prime si prevede che l'aumento dei prezzi dei prodotti di base promuoverà la formazione di capitale.

I risultati delle indagini hanno confermato le prospettive favorevoli a breve termine. Agli inizi del 2017 gli indicatori del clima di fiducia nelle economie avanzate erano saliti ulteriormente al di sopra delle rispettive medie storiche, sostenendo la crescita trainata dai consumi (grafico III.2, diagramma di sinistra). Le indagini presso



¹ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ² EA, GB, JP e US. ³ Dati normalizzati, misurati in termini di differenza tra l'indicatore e la sua media storica. ⁴ BR, CN, HU, IN, MX, RU, SG, TR e ZA. ⁵ Redditività del capitale proprio (return on equity, RoE). Per le EME, l'aggregato è fornito da Datastream Worldscope. ⁶ Impatto mediano dei fattori sulla crescita degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale nelle economie del G7. In base a R. Banerjee, J. Kearns e M. Lombardi, "(Perché) gli investimenti sono deboli?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese); modificato con variabili di controllo aggiuntive e aggiornato per coprire il periodo di tempo più recente.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Datastream Worldscope; elaborazioni e stime BRI.

le imprese hanno mostrato una significativa reazione alle notizie positive concernenti il contesto macroeconomico nella seconda metà del 2016. Negli Stati Uniti, hanno influito le attese di abbassamento delle imposte societarie e di deregolamentazione. Ai primi del 2017 gli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) nel settore manifatturiero dell'area dell'euro e del Giappone sono saliti sui livelli più elevati, rispettivamente, degli ultimi sei e tre anni.

Vari fattori che incidono sulle prospettive per gli investimenti sono altresì diventati favorevoli. La redditività delle imprese non finanziarie è aumentata sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, riassorbendo il calo degli anni precedenti (grafico III.2, diagramma centrale). Ciò ha probabilmente rafforzato l'impatto positivo del rialzo dei corsi azionari e ha ridotto l'incertezza riguardo alla domanda (diagramma di destra). Tuttavia, l'incertezza sul piano delle politiche economiche è cresciuta ancora (Capitolo II) e ha probabilmente agito da freno sugli investimenti (grafico III.2, diagramma di destra).

Le aspettative di cambiamenti nella combinazione delle politiche macroeconomiche hanno anch'esse influito sulle prospettive. Gli annunci di politica economica segnalavano un'espansione fiscale negli Stati Uniti proprio nel momento in cui l'orientamento della politica di bilancio veniva allentato altrove. Ad agosto il governo giapponese ha reso noto un pacchetto fiscale comprendente misure riguardanti la spesa per infrastrutture e i trasferimenti. Le autorità britanniche hanno abbandonato i precedenti piani di azzeramento del disavanzo di bilancio entro il 2020. A fine novembre la Commissione europea ha raccomandato per l'area dell'euro un'espansione fiscale dello 0,5% del PIL nel 2017 e a metà dicembre le autorità cinesi hanno incluso il perseguimento di una politica di bilancio attiva fra le priorità economiche per il 2017.

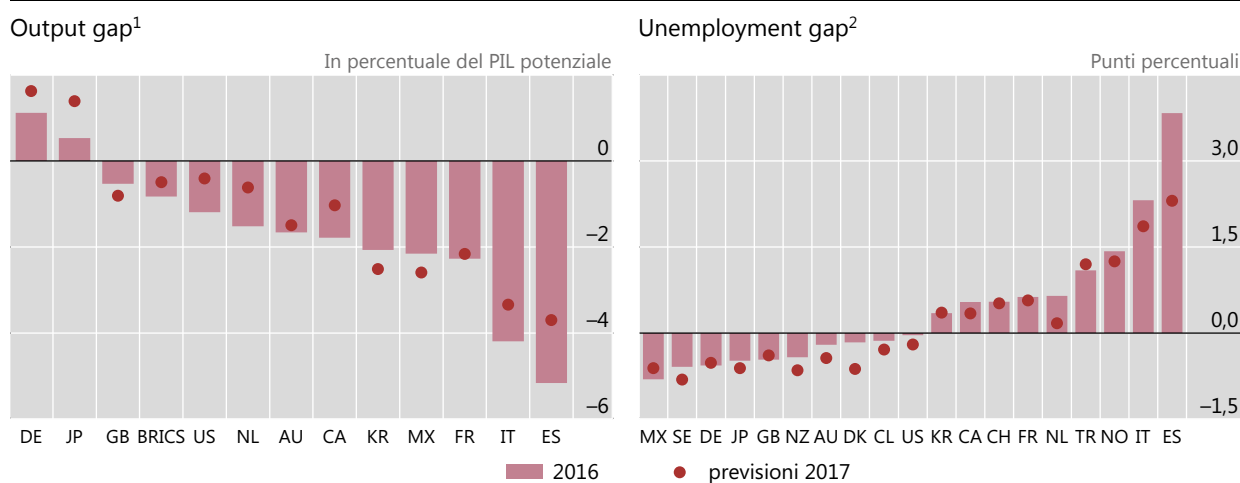
La flessione nelle misure della capacità inutilizzata indicava che l'espansione stava raggiungendo la sua fase matura (grafico III.3). In realtà, tali stime andrebbero considerate con grande cautela, non da ultimo poiché sono frequentemente oggetto di ampie revisioni. Ciò detto, i vincoli di capacità sono parsi sempre più stringenti, specialmente in base a indicatori del mercato del lavoro quali il gap di disoccupazione (unemployment gap) (diagramma di destra). Secondo questa misura, gran parte delle maggiori economie avanzate aveva raggiunto la piena occupazione nel 2016 e in molti casi esistevano aspettative di un ulteriore aumento delle tensioni sul mercato del lavoro. Tuttavia, diversi paesi dell'area dell'euro e in particolare l'Italia e la Spagna sono parsi contraddistinti da un margine di capacità inutilizzata ancora significativo.

I cicli finanziari, rappresentati in termini di andamenti delle quotazioni immobiliari e del credito, si trovavano in una fase espansiva in molte economie e questo ha sorretto la ripresa (grafico III.4)¹. Nei principali paesi avanzati al centro della GCF il ciclo finanziario ha continuato a registrare un'espansione moderata. Dopo diversi anni di crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali, il rapporto fra il credito del settore privato (non finanziario) e il PIL ha evidenziato un incremento modesto nel 2016. Ciò ha riflesso una moderata ascesa degli indici di indebitamento delle imprese, mentre quelli delle famiglie si sono mantenuti stabili dopo anni di calo (tabella A2 dell'Allegato statistico). Tra il 2007 e il 2016 il debito delle famiglie in rapporto al PIL negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Spagna è diminuito rispettivamente di 18, 6 e 17 punti percentuali creando lo spazio necessario per un'espansione trainata dai consumi.

In altre economie avanzate meno colpite dalla GCF i boom finanziari si sono moderati. La crescita del rapporto fra credito privato e PIL è diminuita di circa 6 punti percentuali rispetto all'anno precedente, nonostante i perduranti rialzi delle quotazioni immobiliari. La decelerazione ha rispecchiato soprattutto i minori tassi di crescita del debito delle imprese; nel settore delle famiglie i livelli di debito hanno invece evidenziato un aumento ulteriore e in Australia, Canada, Svezia e Svizzera sono saliti di 2-3 punti percentuali nel 2016, all'86-128% del PIL.

Riduzione dell'eccesso di capacità produttiva

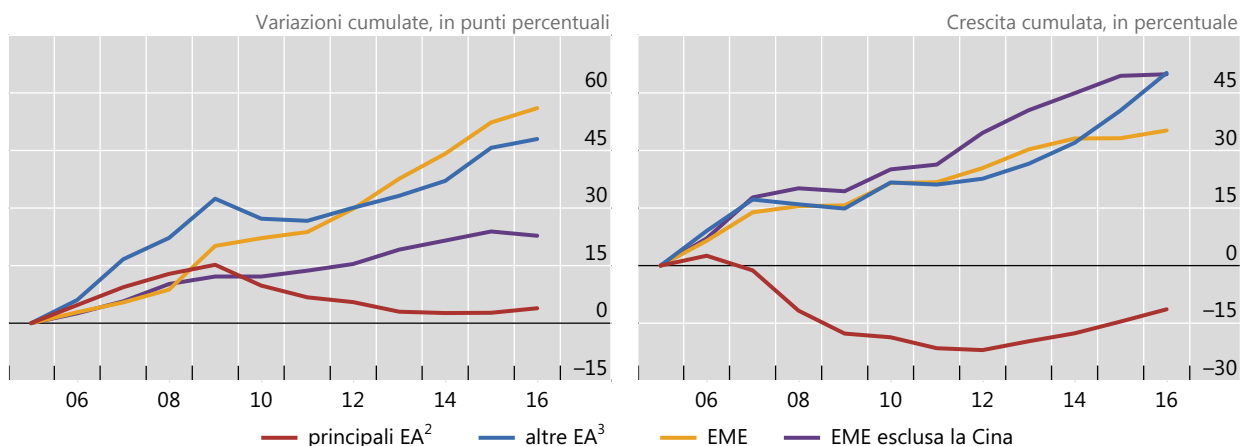
Grafico III.3



¹ Differenza tra il PIL effettivo e potenziale, in percentuale del PIL potenziale; stime FMI e OCSE. Per i BRIC, medie ponderate costruite usando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA di BR, CN, IN, RU e ZA. ² Differenza tra il tasso di disoccupazione effettivo e il tasso di disoccupazione non acceleratore di inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU); stime OCSE.

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

Credito al settore privato non finanziario in rapporto al PIL

Prezzi degli immobili in termini reali⁴

¹ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ² EA, GB, JP e US. ³ AU, CA, CH, DK, NO, NZ e SE. ⁴ Deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo (IPC). Escluse AR, SA e TW, per cui non sono disponibili statistiche.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Molte EME hanno registrato una moderazione dei boom finanziari e alcuni episodi di effettiva contrazione nel 2016. In termini aggregati, sia i prezzi delle abitazioni in termini reali sia il credito in rapporto al PIL si sono stabilizzati. Nelle EME esclusa la Cina, l'incidenza del credito sul PIL ha persino evidenziato un calo contenuto. Ciò ha riflesso in particolare il rallentamento in Brasile e Russia, con una flessione prolungata dei prezzi delle abitazioni e del credito (tabelle A2 e A3 dell'Allegato statistico). Il rapporto fra il debito delle imprese e il PIL è diminuito di 3-5 punti percentuali in Brasile, Corea, India e Russia ma è invece aumentato ulteriormente in Cina. Tali andamenti si collocavano dopo la rapida ascesa del debito societario nel periodo post-crisi in molte EME. Tra il 2007 e il 2016 l'incidenza del debito delle imprese sul PIL nelle EME è aumentata in media di 19 punti percentuali, con un incremento particolarmente pronunciato in Cina (di 70 punti percentuali, al 166% del PIL). Anche il debito delle famiglie è cresciuto in alcune EME nell'anno trascorso; ciò vale in particolare per Cina e Corea, dove è salito rispettivamente al 44 e 93% del PIL.

Rischi per le prospettive

Se da un lato le prospettive congiunturali a breve termine sono sempre più favorevoli, dall'altro sussistono diversi rischi nel medio periodo. Questa sezione ne considera quattro: 1) rischi per la stabilità finanziaria connessi al ciclo finanziario; 2) rischi per la crescita dei consumi derivanti dal debito delle famiglie; 3) rischi per gli investimenti risultanti dalla debole dinamica della produttività e dall'elevato debito delle imprese; 4) rischi originanti dal crescente protezionismo.

Rischi connessi al ciclo finanziario

I cicli finanziari hanno costituito una determinante fondamentale degli andamenti macroeconomici e della stabilità finanziaria. I loro punti di svolta superiore hanno di norma segnalato periodi successivi di tensione nel settore bancario o finanziario. Da questo punto di vista, il rallentamento attuale o atteso del ciclo finanziario in alcune EME ed economie avanzate più piccole rappresenta un rischio per le prospettive.

Tale rischio può essere valutato utilizzando gli indicatori di allerta precoce delle tensioni finanziarie (tabella III.1). Uno è il gap credito/PIL, definito come lo scostamento del rapporto tra il credito al settore privato non finanziario e il PIL dal suo trend di lungo periodo. Un altro, riferito al medesimo settore, è l'indice di copertura del servizio del debito (debt service ratio, DSR), ossia il rapporto fra i pagamenti in linea capitale e interessi e il reddito, misurato in deviazione dalla sua media storica. Questi indicatori sono spesso riusciti a rilevare il surriscaldamento del settore finanziario e segnalare l'esistenza di tensioni nel settore bancario su orizzonti temporali di medio periodo nel passato. Dalla fine degli anni settanta, in oltre due terzi dei casi le soglie critiche (celle rosse) sono state superate in qualche momento nei tre anni antecedenti l'episodio di tensione nel settore bancario, fornendo al tempo stesso pochi falsi allarmi. Soglie inferiori (celle beige) hanno rilevato un numero maggiore di detti episodi, ma hanno dato origine a più falsi allarmi².

I gap credito/PIL hanno raggiunto livelli indicativi di rischi elevati in varie EME ed economie avanzate minori (tabella III.1, prima colonna). Essi sono particolarmente considerevoli in diversi paesi emergenti dell'Asia e ampi anche in alcune altre EME ed economie avanzate. Inoltre, valori elevati per il gap credito/PIL hanno per lo più coinciso con consistenti gap (contemporanei o recenti) dei prezzi degli immobili (asterischi), cosicché entrambi i differenziali hanno fornito un segnale di allerta.

Per contro, i DSR, da cui è possibile ottenere un'idea migliore dei rischi a breve termine su orizzonti attorno a un anno, sono generalmente rimasti al di sotto dei livelli che avrebbero innescato un segnale di allerta. Hanno fatto eccezione poche EME, che hanno registrato DSR superiori ai valori storici anche nell'ipotesi di tassi di interesse costanti (tabella III.1, seconda colonna). Tuttavia, in situazioni di maggiore tensione – come un aumento di 250 punti base dei tassi a parità di tutte le altre condizioni, con una trasmissione al 100% – i DSR salirebbero su livelli rischiosi per un buon numero di economie (terza colonna).

Nelle EME con un considerevole onere debitorio in valuta estera, il tasso di cambio può amplificare i rischi connessi al ciclo finanziario. Un forte deprezzamento rispetto alle principali valute di finanziamento, in particolare il dollaro USA, gonfierebbe l'onere del debito e potrebbe provocare o amplificare tensioni finanziarie. Nelle EME il debito in valuta estera si collocava al 12% del PIL, un livello mediamente inferiore a quelli osservati prima delle precedenti crisi finanziarie (grafico III.5, diagramma di sinistra)³. Pertanto, in generale, le vulnerabilità derivanti dal debito in valuta sono apparse relativamente contenute. D'altra parte le EME sono ora più integrate nei mercati finanziari mondiali, come mostra ad esempio l'aumento delle disponibilità estere di debito pubblico denominato in moneta locale (diagramma di sinistra), e quindi rimangono significativamente esposte ai mutamenti del clima di fiducia degli investitori a livello mondiale.

Gli indicatori di allerta precoce sono tuttavia soggetti a una serie di limiti. Da un lato non sono completi, in quanto omettono altre fonti potenziali di tensioni finanziarie quali il rischio sovrano. Dall'altro, devono essere interpretati con cautela.

Indicatori di allerta precoce delle tensioni nei sistemi bancari interni

Tabella III.1

	Gap credito/PIL ¹	Indice di copertura del servizio del debito (DSR) ²	Indice di copertura del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse ³
Australia	-0,5	1,3	5,2
Brasile	-3,0	2,9	4,5
Canada	14,1*	3,3	7,6
Cina	24,6	5,4	8,8
Corea	0,2	0,0	3,7
Europa centrale e orientale ⁴	-10,1	-1,6	-0,2
Francia	1,8	1,1	4,3
Germania	-4,3	-1,8	0,0
Giappone	5,4*	-2,1	0,6
Hong Kong SAR	30,3*	6,6	11,1
India	-7,8	0,8	1,9
Indonesia	9,3*	0,8	1,5
Italia	-14,9	-0,7	1,4
Malaysia	9,7*	0,9	3,3
Messico	9,0	0,9	1,7
Paesi nordici ⁵	-4,3	-0,1	3,8
Regno Unito	-19,6	-1,4	1,5
Russia	-2,8	2,3	3,6
Spagna	-46,9	-3,2	-0,4
Stati Uniti	-7,7	-1,4	1,2
Sudafrica	-2,5	-0,2	1,1
Svizzera	7,6*	0,0	3,1
Thailandia	11,3*	-0,3	1,6
Turchia	7,2	4,0	5,6
Legenda	Gap credito/PIL > 10	DSR > 6	DSR > 6
	2 ≤ Gap credito/PIL ≤ 10	4 ≤ DSR ≤ 6	4 ≤ DSR ≤ 6

Dati fino al 4° trimestre 2016. I valori soglia per le celle rosse sono selezionati riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi su un orizzonte cumulato di tre anni. Le celle beige per il gap credito/PIL si basano sulle indicazioni di Basilea 3 relative ai buffer patrimoniali anticiclici, quelle per l'indice di copertura del servizio del debito sono selezionate riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi su un orizzonte di due anni.

¹ Per le economie nelle quali il gap credito/PIL si colloca al di sopra di una soglia critica, gli asterischi indicano un gap dei prezzi degli immobili anch'esso superiore a una soglia critica in almeno uno degli ultimi cinque anni. Per il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai gap dei prezzi degli immobili, e le relative misurazioni, 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, 2011, pagg. 189-240. ² Scostamento dei DSR per il settore privato non finanziario dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi. Per il calcolo dei DSR, cfr. www.bis.org/statistics/dsr.htm; per la derivazione delle soglie critiche, cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese). ³ Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 250 punti base e tutte le altre componenti del DSR rimangano invariate. ⁴ Media semplice di CZ, HU e PL. ⁵ Media semplice di FI, NO e SE.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Anzitutto, per costruzione, bilanciano il rischio di falsi allarmi con quello di mancata rilevazione di tensioni future: i falsi positivi sono inevitabili. In secondo luogo, pur

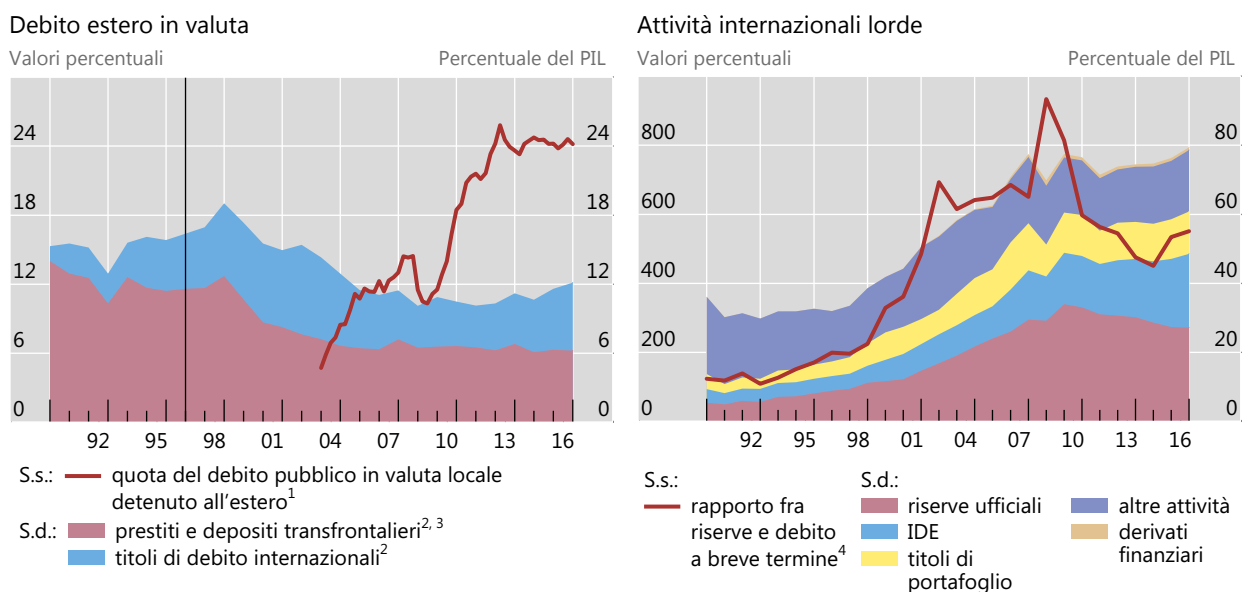
rilevando l'accumulo generale di rischi finanziari, non sono in grado di individuare con precisione né il momento in cui tali rischi si concretizzeranno né tantomeno l'intensità delle tensioni potenziali. In terzo luogo, il loro legame con i rischi di una crisi finanziaria può variare nel tempo. È importante notare come molti paesi abbiano sviluppato e adottato quadri di riferimento macroprudenziali volti ad accrescere la capacità di tenuta del settore finanziario. Inoltre, a seguito della GCF sono stati compiuti passi importanti a livello mondiale verso un miglioramento degli assetti di regolamentazione e di vigilanza più in generale (Capitolo V).

In aggiunta, le EME si sono adoperate per ridurre la loro vulnerabilità a fronte di ampi e repentini deprezzamenti valutari adottando regimi di cambio più flessibili e accumulando grandi riserve in valuta (grafico III.5, diagramma di destra). Le riserve valutarie in percentuale del PIL sono più che triplicate dalla metà degli anni novanta, riflettendo in particolare gli andamenti nelle economie emergenti dell'Asia (tabella A5 dell'Allegato statistico). A ciò si aggiunge l'aumento delle attività estere detenute dal settore privato nelle EME, che ha fornito un'ulteriore linea di difesa potenziale.

Nell'insieme, l'analisi sta a indicare che i rischi connessi al ciclo finanziario sono rilevanti in diverse economie. Anche se non dovessero emergere vere e proprie tensioni finanziarie grazie alle misure adottate per rafforzare la capacità di tenuta del settore, una contrazione del ciclo finanziario potrebbe indebolire la domanda e la crescita, non da ultimo attraverso l'azione di freno su consumi e investimenti.

Debito in valuta estera e attività internazionali delle EME

Grafico III.5



La linea verticale nel diagramma di sinistra indica la fine del 1996 (prima della crisi asiatica).

¹ Medie semplici della quota degli investitori esteri nel mercato del debito delle amministrazioni pubbliche in moneta locale per BR, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, TH, TR e ZA. ² Importi in essere in base alla residenza, medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA di AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR e ZA. ³ Verso/con il settore bancario e non bancario, denominati in CHF, EUR, GBP, JPY e USD. Prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere denominate nelle valute estere elencate. ⁴ Riserve ufficiali in percentuale del debito con durata residua fino a un anno. Il debito è definito come la somma dei titoli di debito internazionali in base alla residenza (tutti i settori) e delle attività internazionali consolidate in base alla controparte immediata (tutti i settori).

Fonti: versione aggiornata e ampliata della serie di dati costruita in P. Lane e G. 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*, vol. 73, novembre 2007, pagg. 223-50; FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Institute of International Finance; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche BRI sui titoli di debito e statistiche bancarie BRI su base consolidata e locale; elaborazioni BRI.

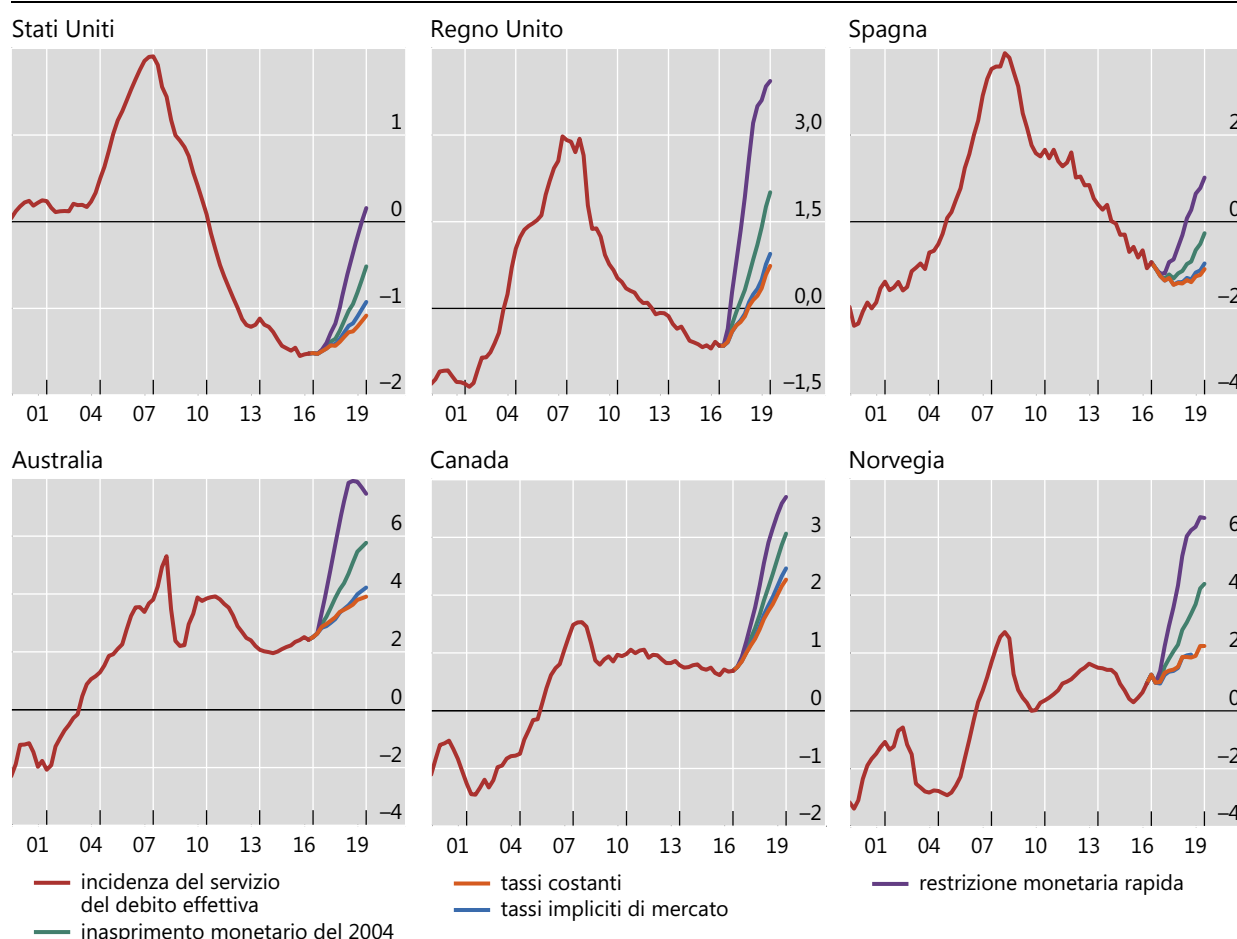
Rischi per i consumi

I consumi privati hanno fornito un contributo chiave alla domanda mondiale negli ultimi anni. Tuttavia, i fattori principali che hanno sorretto la crescita dei consumi potrebbero indebolirsi in prospettiva. Dati i riscontri di una riduzione della capacità inutilizzata nei mercati del lavoro, la dinamica dell'occupazione potrebbe fornire un sostegno minore. È possibile che un aumento dei salari compensi in parte il rallentamento dell'occupazione, ma le connesse spinte al rialzo sull'inflazione potrebbero determinare un inasprimento della politica monetaria. Al tempo stesso l'impulso impresso ai consumi dagli andamenti sostenuti del credito alle famiglie e

L'onere per il servizio del debito delle famiglie in diversi scenari di tasso di interesse¹

In punti percentuali

Grafico III.6



¹ Scostamenti dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi. Proiezioni per gli indici di copertura del servizio del debito nel settore delle famiglie in quattro scenari di tasso di interesse: impliciti al mercato (i tassi del mercato monetario a tre mesi evolvono in linea con quelli impliciti nel mercato); costanti (i tassi del mercato monetario a tre mesi rimangono costanti); inasprimento del 2004 (le variazioni in termini assoluti dei tassi del mercato monetario a tre mesi seguono l'episodio di inasprimento del 2004); rapido inasprimento (i tassi del mercato monetario a tre mesi salgono sui livelli di fine 2007 entro otto trimestri e rimangono successivamente fissi). Le proiezioni sono basate su un modello VAR specifico per paese contenente come variabili endogene il rapporto credito/reddito del settore delle famiglie, i tassi di interesse sullo stock di debito delle famiglie, i prezzi reali degli immobili residenziali e il PIL in termini reali. Il tasso del mercato monetario a tre mesi è incluso come variabile esogena. Il VAR è stimato utilizzando dati trimestrali per il periodo 1990-2016; le proiezioni iniziano nel 4° trimestre 2016 per AU, NO e US e nel 1° trimestre 2017 negli altri casi.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dei prezzi delle attività potrebbe ridursi, specie nei paesi con indicazioni di inversione dei cicli finanziari.

Ulteriori rischi per i consumi derivano dai livelli elevati di debito delle famiglie, data in particolare la prospettiva di un rialzo dei tassi di interesse. Evidenze recenti su un campione di economie avanzate suggeriscono che la crescita del debito delle famiglie in rapporto al PIL ha favorito i consumi nel breve periodo, ma che questo è stato di norma seguito da risultati macroeconomici deludenti a medio termine (Riquadro III.A). Il canale principale sembra essere costituito dal peso dell'onere per il servizio del debito, che aumenta di pari passo con l'accumulo di debito e l'aumento dei tassi di interesse.

L'effetto di un aumento dei tassi di interesse sull'onere per il servizio del debito può essere valutato attraverso simulazioni illustrative che rilevano le relazioni dinamiche tra le due componenti del DSR (il rapporto credito/reddito e il tasso di interesse nominale sul debito), i prezzi reali degli immobili residenziali, il PIL in termini reali e il tasso di interesse del mercato monetario a tre mesi (grafico III.6). I paesi colpiti dalla crisi, nei quali le famiglie hanno ridotto i livelli di indebitamento nel periodo post-crisi, sembrano relativamente resilienti di fronte a un aumento dei tassi di interesse. Nella maggior parte dei casi considerati, l'onere debitorio resta prossimo alle medie di lungo periodo anche in uno scenario in cui i tassi di interesse a breve termine aumentano rapidamente fino a raggiungere i livelli di fine 2007. Per contro, nelle economie che hanno registrato un rapido incremento del debito delle famiglie negli anni recenti, i DSR sono già superiori alle rispettive medie storiche e sarebbero sospinti su livelli ancora più alti da un innalzamento dei tassi di interesse. Ciò potrebbe esercitare una significativa azione di freno sui consumi e sul prodotto (Riquadro III.A)⁴.

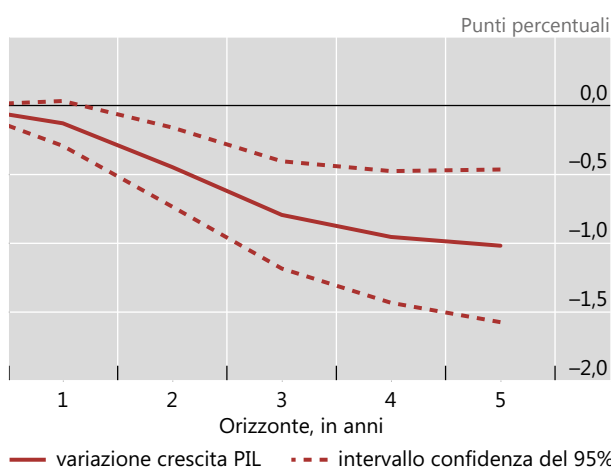
In verità le simulazioni, incorporando le interazioni storiche dal 1990 in forma ridotta, forniscono solo una prima valutazione delle dinamiche di fondo. Ad esempio, un periodo lungo di politica monetaria non convenzionale potrebbe avere modificato le interazioni fra le variabili. Inoltre, lo scenario di rapido inasprimento è probabilmente non molto verosimile e potrebbe innescare dinamiche macroeconomiche diverse da quelle rilevate dalle relazioni storiche. Ciò detto, i risultati segnalano andamenti avversi in alcune economie in caso di aumento significativo dei tassi di interesse.

Rischi per gli investimenti

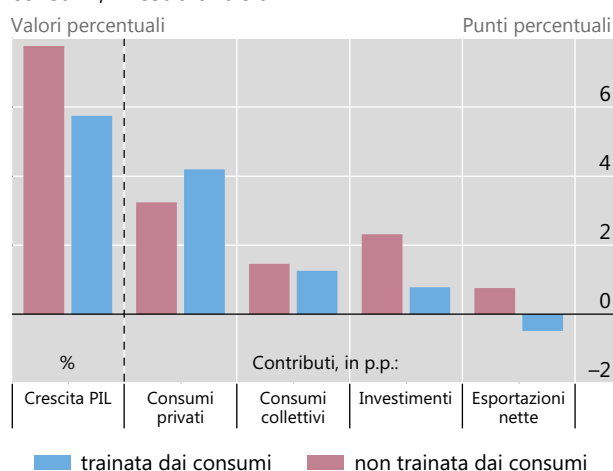
La sostituzione dei consumi con gli investimenti quale fattore trainante della crescita favorirebbe la sostenibilità a medio termine dell'attuale fase espansiva. Uno stock più elevato di capitale produttivo migliora il potenziale di crescita e attenua i vincoli di capacità, contribuendo a prevenire l'accumulo di pressioni inflazionistiche. Di fatto le espansioni trainate dai consumi – definite come situazioni in cui i consumi privati crescono più rapidamente del prodotto – appaiono meno durevoli di quelle riconducibili al contributo di altre componenti della domanda. Le evidenze relative alle economie avanzate indicano che una crescita trainata dai consumi prelude, nel tempo, a un'espansione del prodotto inferiore alla media (grafico III.7, diagramma di sinistra). Un fattore potenziale è costituito dall'accumulo eccessivo di debito da parte delle famiglie, come visto in precedenza⁵. Un altro è la debole attività di investimento e di conseguenza il lento accumulo di capacità produttiva (diagramma di destra).

I segnali recenti di ripresa degli investimenti hanno fatto seguito a una loro protratta debolezza post-crisi nelle economie avanzate e a un rallentamento nelle

Riduzione della crescita del PIL dopo un'espansione trainata dai consumi¹



Composizione della crescita del PIL in scenari alternativi di espansione trainata dai consumi e da fattori diversi dai consumi, finestra di tre anni



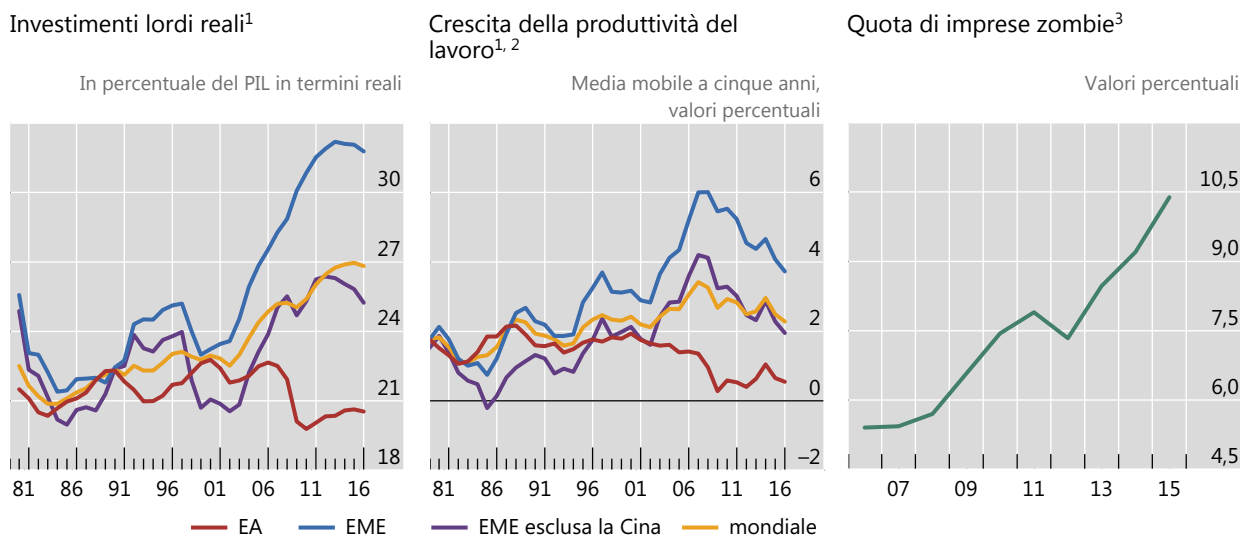
Il campione include 18 economie avanzate maggiori nel periodo 1991-2016. Le fasi di espansione trainata dai consumi vengono definite come periodi di crescente incidenza dei consumi privati sul PIL. Sono esclusi i periodi caratterizzati da tassi di variazione negativi del PIL in termini reali.

¹ Impatto sulla crescita successiva del PIL derivante dall'aggiunta di un ulteriore anno di espansione trainata dai consumi nei tre anni precedenti. Si basa su una serie di regressioni di proiezione locale nelle quali la crescita del PIL su orizzonti diversi viene stimata come funzione della crescita del PIL negli ultimi tre anni e una variabile che conta il numero di anni di espansione trainata dai consumi negli ultimi tre anni. Tutte le stime includono effetti fissi dei diversi paesi e periodi.

Fonti: E. Kharroubi ed E. Kohlscheen, "L'espansione trainata dai consumi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017 (versione integrale disponibile solo in inglese); OCSE; BRI; elaborazioni BRI.

EME nel periodo più recente. Nei paesi avanzati il rapporto fra investimenti e PIL in termini reali, che tiene conto delle variazioni del prezzo relativo dei beni di investimento, è diminuito di circa 3 punti percentuali collocandosi appena al di sotto del 20% nel periodo immediatamente successivo alla crisi (grafico III.8, diagramma di sinistra). Il calo ha riflesso in parte la correzione degli investimenti residenziali osservata dopo il boom pre-crisi, ma anche la diminuzione della componente diversa dall'edilizia residenziale. Nelle EME i saggi di investimento sono aumentati durante la crisi, trainati in particolare dalla forte espansione in Cina, ma hanno iniziato a stabilizzarsi dopo il 2013. Hanno agito fattori diversi quali le variazioni sfavorevoli delle ragioni di scambio per gli esportatori di materie prime, il rallentamento dei flussi di investimenti diretti esteri (IDE) verso i paesi non esportatori di prodotti di base e la decelerazione degli investimenti in Cina⁶.

La dinamica più debole degli investimenti negli anni recenti ha coinciso con un rallentamento della produttività. Dal 2007 la crescita della produttività è diminuita sia nelle economie avanzate sia nelle EME (grafico III.8, diagramma centrale). Una possibile determinante di questo calo è costituita dalle persistenti distorsioni nell'allocazione di capitale e lavoro, come riflesso dalla quota crescente di imprese improduttive. Di fatto la quota di imprese economicamente non sostenibili (zombie) – con esborsi per interessi superiori agli utili al lordo di interessi e imposte – è aumentata notevolmente nonostante i livelli insolitamente bassi dei tassi di interesse (diagramma di destra)⁷. Un ulteriore fattore di freno alla produttività sembra sia rappresentato dal ristagnare della diffusione delle nuove tecnologie⁸. Al tempo stesso è probabile che la bassa crescita degli investimenti e la debole dinamica della produttività si rafforzino a vicenda; gli investimenti possono accrescere la produttività



¹ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ² Per occupato. ³ Per imprese zombie si intendono le imprese quotate con un rapporto fra gli utili al lordo di interessi e imposte e gli esborsi per interessi inferiore a uno e almeno dieci anni di operatività. Quota mediana di AU, BE, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IT, JP, NL, SE e US.

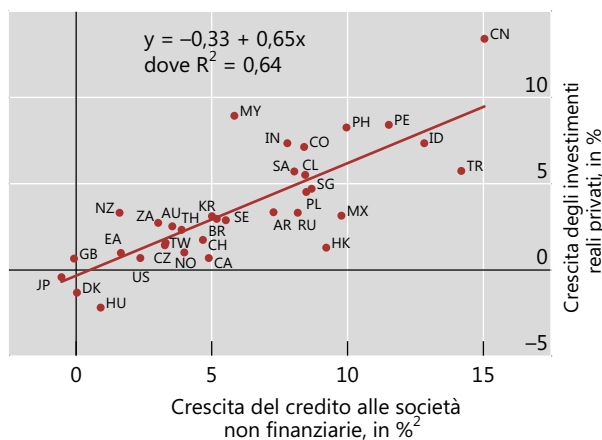
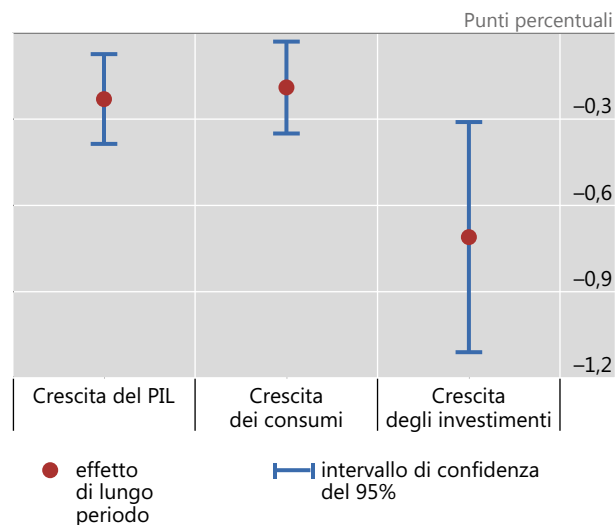
Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea; FMI, *World Economic Outlook*; Datastream Worldscope; The Conference Board; elaborazioni BRI.

attraverso l'aumento dell'intensità di capitale e il progresso tecnologico incorporato, mentre la maggiore produttività può far salire la redditività degli investimenti. Una crescita persistentemente debole della produttività potrebbe quindi offuscare le prospettive per gli investimenti a medio termine.

In prospettiva, diversi altri fattori potrebbero pesare sugli investimenti. Uno di questi è già stato ravvisato nell'incertezza sul piano delle politiche economiche, ove dovesse persistere. Un altro è costituito dai cambiamenti demografici. Una crescita più lenta della popolazione dovrebbe indebolire la domanda aggregata, sebbene possa anche accrescere la necessità di investimenti in beni di capitale con risparmio di manodopera per compensare il calo delle forze di lavoro. Un terzo fattore è rappresentato dai livelli elevati di debito delle imprese.

Negli ultimi dieci anni vi è stata una stretta correlazione positiva fra la crescita del credito alle imprese e gli investimenti (grafico III.9, diagramma di sinistra). Un accumulo di debito societario ha finanziato gli investimenti in molte economie, in particolare nelle EME, con tassi di investimento elevati in Cina. L'inversione dei cicli finanziari in questi paesi potrebbe pertanto gravare sugli investimenti.

Come per i consumi, il livello del debito può influire sugli investimenti. Un aumento dei tassi di interesse farebbe salire l'onere debitorio nelle economie contraddistinte da livelli elevati di debito delle imprese. Inoltre, nelle EME con una quota consistente di tale debito denominata in valuta estera, il deprezzamento della moneta locale potrebbe incidere negativamente sugli investimenti. Come indicato in precedenza, un apprezzamento delle valute di finanziamento (e principalmente del dollaro USA) accresce l'onere per il servizio del debito in presenza di disallineamenti valutari e inasprisce le condizioni finanziarie (il canale di assunzione del rischio di tasso di cambio)⁹. L'evidenza empirica sta a indicare che un deprezzamento delle valute delle EME rispetto al dollaro USA esercita una significativa azione di freno sugli

Crescita del credito alle imprese e degli investimenti¹Impatto di un deprezzamento dell'1% rispetto al dollaro USA nelle EME³

¹ Medie dei paesi per il 2007-2016. Il coefficiente relativo alla pendenza della retta stimata è significativo al livello dell'1%. ² Credito reale totale (escluso il credito al commercio; deflazionato in base all'indice dei prezzi al consumo) alle imprese non finanziarie del settore privato. Per PE, PH e TW sono utilizzati dati simili. ³ Il diagramma mostra l'impatto di lungo periodo di un deprezzamento dell'1% del tasso di cambio bilaterale con il dollaro USA stimato sulla base di una versione modificata del modello panel in Kearns e Patel (2016): $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^4 \gamma_j \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^4 \zeta_j \Delta USD_{i,t-j} + \theta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$, dove Δy è la variazione logaritmica del PIL trimestrale (o delle sue componenti: consumi privati e investimenti) e ΔUSD è la variazione logaritmica del tasso di cambio bilaterale rispetto al dollaro USA. L'insieme delle variabili di controllo X include la variazione logaritmica del tasso di cambio effettivo nominale, la variazione logaritmica del PIL in termini reali degli Stati Uniti, la variazione del tasso sui federal fund e variabili interne. Le stime sono calcolate su un campione non bilanciato di 21 EME con dati trimestrali per il periodo 1990-2016.

Fonti: J. Kearns e N. Patel "Il canale finanziario dei tassi di cambio compensa il canale commerciale?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese); FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; CEIC; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

investimenti (grafico III.9, diagramma di destra), compensando in larga misura l'impatto positivo esercitato dall'aumento delle esportazioni nette¹⁰.

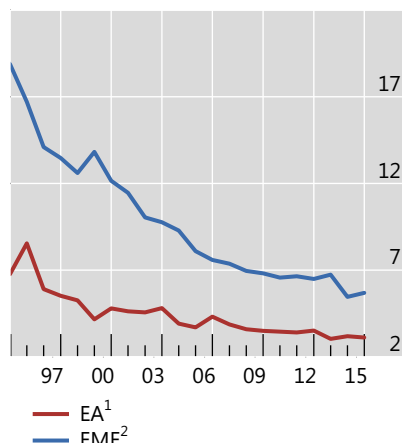
Rischi originanti dal crescente protezionismo

Un rischio più generale per l'espansione in atto è costituito dal protezionismo. La riduzione delle tariffe commerciali complessive si è moderata nel decennio trascorso (grafico III.10, diagramma di sinistra). Inoltre le misure restrittive degli scambi, quali ad esempio la regolamentazione e gli incrementi tariffari mirati, si sono accresciute sostanzialmente dalla fine del 2010 (diagramma centrale). In aggiunta, la maggiore enfasi su provvedimenti che ostacolerebbero il libero scambio posta nei programmi politici nazionali sta a indicare il possibile ulteriore aumento del rischio di protezionismo.

Una crescita del protezionismo si aggiungerebbe ai fattori ciclici e strutturali che hanno frenato il commercio mondiale nel periodo post-crisi (grafico III.10, diagramma di destra e Capitolo VI) e che includono: la debolezza della domanda aggregata, con particolare riferimento agli investimenti delle imprese ad alta intensità di interscambio; ricomposizioni della domanda determinate dal reddito, in particolare dai beni manifatturieri verso i servizi a minore intensità di scambi; la maturazione

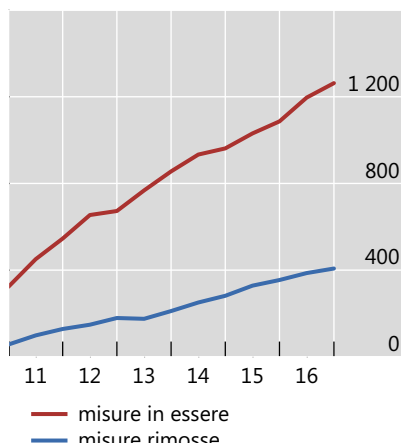
Tariffe commerciali effettivamente applicate

Media semplice, in percentuale



Misure di restrizione degli scambi³

Numero di misurazioni



Commercio mondiale⁴

Tasso di crescita sull'anno precedente, in percentuale



¹ AU, CA, CH, JP, NO, NZ e US. ² BR, CL, CN, CO, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, RU, SA, SG, TH, TR e ZA. ³ Numero totale di misure restrittive degli scambi introdotte dalle economie del G20 dal 2008. Il monitoraggio dell'accumulo e della rimozione delle restrizioni è iniziato a fine 2010. ⁴ Interscambio di merci.

Fonti: Banca mondiale; Organizzazione mondiale del commercio; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; elaborazioni BRI.

dell'economia cinese, che ha sospinto la produzione locale di input intermedi a scapito di quelli importati.

Il protezionismo potrebbe incidere negativamente sulla crescita e il benessere economico attraverso vari canali (Capitolo VI). Uno è il rallentamento della produttività dovuto alla diminuzione della concorrenza e a una divisione più vincolata del lavoro su scala internazionale. Un altro è la minore competitività delle industrie nazionali: gli input provenienti dall'estero diventerebbero più costosi e non sarebbero facilmente sostituibili con quelli nazionali. Inoltre le catene del valore globali (CVG) rappresentano un meccanismo di amplificazione potenzialmente potente. I costi delle barriere commerciali si propagherebbero a livello sia nazionale sia internazionale attraverso le catene produttive (Riquadro III.B).

L'aumento del protezionismo potrebbe altresì esacerbare i rischi per le prospettive a medio termine discussi in precedenza. Nella misura in cui riduce i profitti e i redditi, indebolirebbe i bilanci di imprese e famiglie, minerebbe la capacità di servizio del debito e acuirebbe i rischi connessi al ciclo finanziario. Gli effetti di bilancio potrebbero a loro volta agire da freno sulla domanda mondiale, amplificati dall'incertezza economica e sul piano delle politiche economiche. Il protezionismo potrebbe colpire con particolare intensità gli investimenti delle imprese ad alto contenuto di importazioni e gli IDE, ritardando ulteriormente la diffusione delle tecnologie. Tali effetti sono altresì rilevanti per le economie nelle quali un elevato grado di competitività ha promosso una rapida crescita delle esportazioni e un aumento dei redditi nel passato recente.

Gli andamenti ciclici favorevoli aprono una finestra di opportunità

Le prospettive favorevoli a breve termine offrono una preziosa occasione per perseguire politiche atte a promuovere una crescita sostenibile nel lungo periodo. La finalità generale di tali politiche sarebbe quella di rafforzare il sentiero di espansione dell'economia e contrastare la tendenza verso un rallentamento della produttività. Un presupposto necessario per raggiungerla è il rafforzamento della resilienza dell'economia, che include la capacità di quest'ultima di far fronte agli shock, contenere l'accumulo di rischi connessi al ciclo finanziario e di altri squilibri finanziari e adattarsi ai cambiamenti strutturali nell'economia mondiale.

Un riequilibrio del policy mix a favore delle politiche strutturali contribuirebbe a rilanciare la produttività e a sostenere la ripresa degli investimenti. Di fatto, il ritmo delle riforme volte ad accrescere la produttività del lavoro sembra essere diminuito considerevolmente nel periodo 2015-16¹¹. Ciò contrasta con i progressi lievemente maggiori delle riforme intese a far aumentare il grado di utilizzo della manodopera, come riflesso negli andamenti favorevoli dell'occupazione durante la recente fase di ripresa.

Una serie rilevante di politiche strutturali include misure volte ad accrescere il dinamismo delle imprese. Procedure fallimentari più efficienti possono ridurre le tensioni sulle risorse e la produttività provocate dalle imprese improduttive. Inoltre, l'eliminazione dei vincoli burocratici di natura amministrativa può incoraggiare l'ingresso di imprese produttive.

Anche la politica di bilancio può svolgere un ruolo importante. Essa può sostenere in generale l'aggiustamento strutturale e in particolare le misure volte ad accrescere la capacità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi di riallocare le risorse. Inoltre, la composizione della spesa di bilancio potrebbe essere modificata per favorire gli investimenti in capitale sia umano (ad esempio, istruzione) sia fisico (come le infrastrutture). Infine, i sistemi tributari potrebbero essere razionalizzati e resi più favorevoli alla crescita e al miglioramento della capacità di tenuta. Un esempio consiste nello spostare peso dalle imposte dirette a quelle basate sui consumi. Un altro è la riduzione della diffusa distorsione dei sistemi fiscali a favore del debito. Nel valutare tali politiche, è importante riconoscere che in molti paesi il margine per interventi di bilancio è piuttosto limitato a causa degli elevati oneri debitori (tabella A4 dell'Allegato statistico) e che questo segnala l'esigenza di risanamento dei conti pubblici a lungo termine¹². Inoltre, la normalizzazione dei tassi di interesse potrebbe ridurre ulteriormente tale margine. Ciò suggerisce che modifiche nella composizione di spese e imposte risultano più benefiche di misure che accrescono il disavanzo, specie nelle economie nelle quali il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva è contenuto.

Eccesso di debito delle famiglie e crescita a medio termine

L'indebitamento eccessivo è stata una delle cause profonde delle crisi finanziarie e delle gravi recessioni che ne sono conseguite. Negli ultimi anni l'attenzione si è concentrata sul debito delle famiglie, in quanto l'eccessivo grado di leva di tale settore ha svolto un ruolo di primo piano nella Grande Crisi Finanziaria.

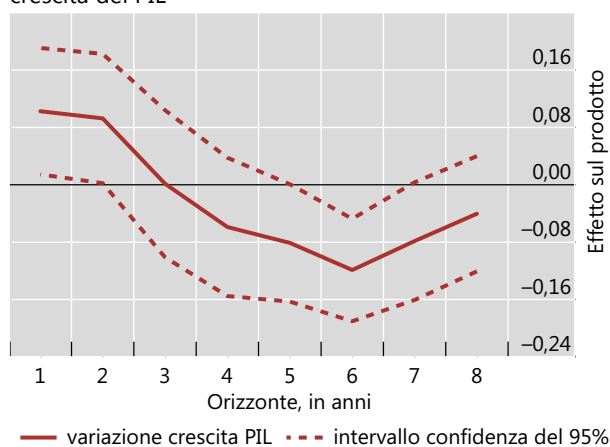
È ampiamente riconosciuto che l'indebitamento delle famiglie costituisce un aspetto importante dell'inclusione finanziaria e può svolgere funzioni economiche utili, ad esempio modulando i consumi nel tempo. D'altra parte, la rapida espansione del credito a tale settore ha costituito una caratteristica preminente delle fasi di boom e bust del ciclo finanziario. Anzitutto un'espansione del debito delle famiglie, o del debito più in generale, superiore a quella del PIL per periodi prolungati costituisce un robusto indicatore di allerta precoce di tensioni finanziarie^①. Inoltre vi sono sempre maggiori riscontri del fatto che l'indebitamento delle famiglie influisce non soltanto sulla gravità delle recessioni ma anche, più in generale, sulla crescita. In un contributo influente, Mian et al. (di prossima pubblicazione) rilevano che un aumento del rapporto fra debito delle famiglie e PIL agisce da freno sui consumi con un ritardo di diversi anni^②. Lavori di ricerca della BRI corroborano tale conclusione. Ad esempio Lombardi et al. (2017), basandosi su un campione di 54 paesi avanzati ed emergenti nel periodo 1990-2015, notano che l'espansione dell'indebitamento delle famiglie promuove quella dei consumi e del PIL nel breve periodo, ma non a più lungo termine. Nello specifico, un aumento di un punto percentuale del rapporto tra debito delle famiglie e PIL è associato a una crescita inferiore di 0,1 punti percentuali nel lungo periodo^③.

Il servizio del debito può spiegare l'effetto negativo del debito delle famiglie sulla crescita

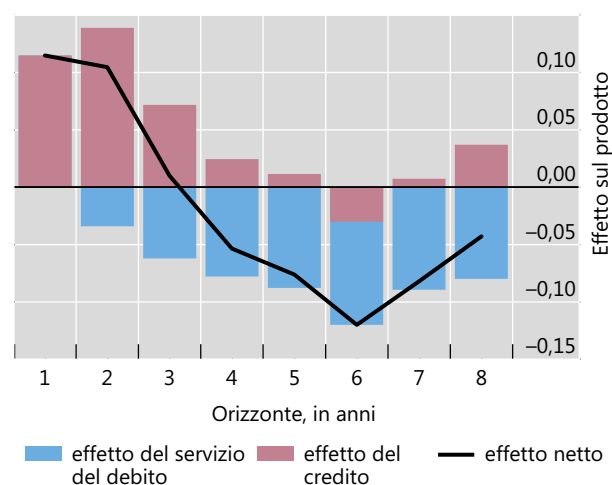
In punti percentuali

Grafico III.A

Impatto dell'eccesso di nuovo indebitamento sulla crescita del PIL¹



Effetti disaggregati dell'eccesso di nuovo indebitamento²



¹ Proiezione locale per un aumento di un punto percentuale del nuovo indebitamento delle famiglie in rapporto al PIL. Il modello tiene conto del ritardo della crescita del PIL in termini reali, del tasso di interesse reale del mercato monetario, della variazione del tasso di interesse medio pagato dalle famiglie sullo stock di debito, del differenziale tra il prime rate e il tasso del mercato monetario a breve termine, dei prezzi reali degli immobili residenziali, di variabili dummy per le crisi finanziarie, di una dummy per la Grande Crisi Finanziaria del 2009 e degli effetti fissi dei diversi paesi. ² L'effetto netto è la proiezione locale come nel diagramma di sinistra. L'effetto del servizio del debito è calcolato proiettando l'indebitamento delle famiglie sul servizio del debito futuro e poi calcolando come questo livello di servizio del debito previsto influisce sul PIL futuro. L'effetto del credito è semplicemente la differenza tra i due (per una trattazione dettagliata dell'approccio metodologico, cfr. Drehmann et al. (2017)).

L'effetto del servizio del debito è calcolato proiettando l'indebitamento delle famiglie sul servizio del debito futuro e poi calcolando come questo livello di servizio del debito previsto influisce sul PIL futuro. L'effetto del credito è semplicemente la differenza tra i due (per una trattazione dettagliata dell'approccio metodologico, cfr. Drehmann et al. (2017)).

Fonte: M. Drehmann, M. Juselius e A. Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", *BIS Working Papers*, n. 645, giugno 2017.

Drehmann et al. (2017) fanno luce su un possibile meccanismo alla base di queste regolarità empiriche. Quando le famiglie contraggono prestiti a lunga scadenza, accrescono la loro capacità di spesa corrente ma si impegnano verso un percorso predeterminato di servizio futuro del debito (pagamento di interessi e rimborso di capitale)^④. Un quadro semplice rileva questa relazione contabile evidenziando due caratteristiche fondamentali. Anzitutto, se l'indebitamento registra una crescita persistente per diversi anni e il debito è – come avviene di solito – a lungo termine, l'onere debitorio raggiunge il suo massimo solo dopo il picco dei nuovi prestiti. Il ritardo può essere di vari anni e aumentare con la scadenza del debito e il grado di persistenza dell'indebitamento. In secondo luogo, i flussi di cassa dai prestatori ai mutuatari raggiungono un punto di massimo prima del picco dei nuovi prestiti. Essi diventano negativi prima della fine di un boom del credito, poiché il flusso di cassa positivo derivante dai nuovi prestiti è sempre più compensato da quello negativo proveniente dall'aumento dell'onere per il servizio del debito.

A livello empirico, queste semplici relazioni contabili indicano l'esistenza di un canale di trasmissione attraverso il quale un'eccessiva espansione del credito determina perdite di prodotto future. In particolare, usando un campione di 17 economie per lo più avanzate dal 1980 al 2016, Drehmann et al. (2017) mostrano che un aumento dei nuovi prestiti in rapporto al PIL superiore ai parametri storici stimola mediamente la crescita del prodotto nel breve periodo ma la deprime a medio termine (grafico III.A, diagramma di sinistra e linea nera nel diagramma di destra). Come mostra il quadro contabile, l'aumento dei nuovi prestiti fa salire l'onere per il servizio del debito. Poiché un onere maggiore esercita in prospettiva un forte effetto negativo sul prodotto, tale canale spiega quasi interamente la moderazione della crescita a medio termine (barre blu, diagramma di destra). Tuttavia, gli effetti negativi di un'elevata espansione del credito nel medio periodo non sono incondizionati. Se le famiglie inizialmente presentano un basso onere per il servizio del debito, i nuovi prestiti continuano a esercitare un impatto positivo a breve termine senza significativi effetti sfavorevoli più avanti. Ciò indica ad esempio la possibilità di un margine per una finanziarizzazione vantaggiosa nei paesi in cui le famiglie non sono ancora sottoposte a pressioni.

Gli effetti negativi di una crescita eccessiva del credito possono essere altresì amplificati dalla reazione dell'economia sul lato dell'offerta. Ad esempio, la maggiore disponibilità delle banche a concedere mutui può determinare un boom insostenibile del mercato delle abitazioni e un eccesso di investimenti nel settore delle costruzioni, che può spiazzare le opportunità di investimento nei settori caratterizzati da una maggiore produttività. Borio et al. (2016) segnalano per esempio riscontri del fatto che i boom del credito sono di norma accompagnati da un'errata allocazione delle risorse – in particolare verso il settore delle costruzioni – e da un rallentamento della produttività, con effetti negativi durevoli sull'economia reale^⑤.

① Cfr. ad esempio C. Borio e P. Lowe, "Come valutare il rischio di crisi bancarie", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2002 (versione integrale disponibile solo in inglese); o M. Schularick e A. Taylor, "Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008", *American Economic Review*, vol. 102, n. 2, aprile 2012, pagg. 1029-1061. ② Cfr. A. Mian, A. Sufi ed E. Verner, "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione. ③ Cfr. M. Lombardi, M. Mohanty e I. Shim, "The real effects of household debt in the short and long run", *BIS Working Papers*, n. 607, gennaio 2017. ④ Cfr. M. Drehmann, M. Juselius e A. Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", *BIS Working Papers*, n. 645, giugno 2017. ⑤ Cfr. C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, gennaio 2016.

La sensibilità dei costi di produzione negli Stati Uniti alle tariffe sulle importazioni dalla Cina e dal Messico

Le barriere agli scambi possono ridurre la competitività delle industrie nazionali in quanto i mezzi di produzione (input) provenienti dall'estero diventano più costosi e le imprese non sono in grado di sostituirli facilmente. Inoltre, nella rete mondiale degli scambi di input-output, le tariffe rivolte a particolari partner commerciali inevitabilmente colpiscono anche altre economie che forniscono loro mezzi di produzione.

La propagazione delle misure protezionistiche attraverso le catene del valore globali può essere illustrata (grafico III.B, diagramma di sinistra) con l'esempio teorico di uno shock ai costi di produzione settoriale negli Stati Uniti derivante da un'ipotetica tariffa del 10% sulle importazioni provenienti da Cina e Messico.

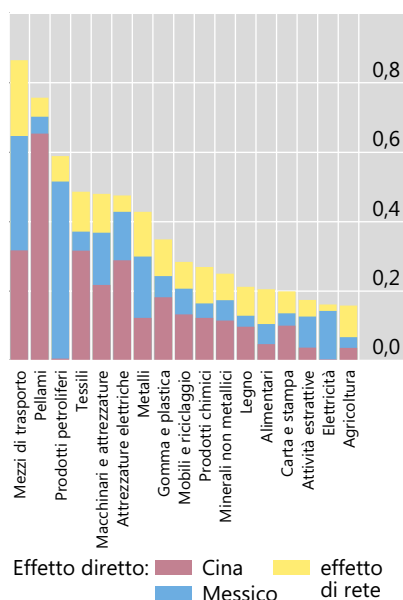
Entrano in gioco effetti sia diretti sia indiretti. I primi derivano dai collegamenti bilaterali (grafico III.B, barre rosse e blu nel diagramma di sinistra): se ad esempio il 10% del costo di una determinata industria fosse dovuto a input provenienti dal Messico, un dazio all'importazione del 10% accrescerebbe i costi di produzione totali dell'1%. Gli effetti indiretti consistono nell'impatto sul resto della rete di produzione, in quanto i settori statunitensi acquistano gli uni dagli altri e dal resto del mondo (barre gialle nel diagramma di sinistra). Per esempio, se una tariffa fa salire il costo delle importazioni di petrolio dal Messico, negli Stati Uniti crescono i costi di produzione di beni – quali i prodotti chimici o la plastica – che utilizzano il petrolio come input. Inoltre la tariffa avrebbe altresì effetti di ordine superiore attraverso i nodi successivi della catena produttiva in un contesto in cui i prodotti chimici e la plastica sono a loro volta utilizzati come input per la produzione.

Impatto di una tariffa del 10% sulle importazioni statunitensi da Cina e Messico

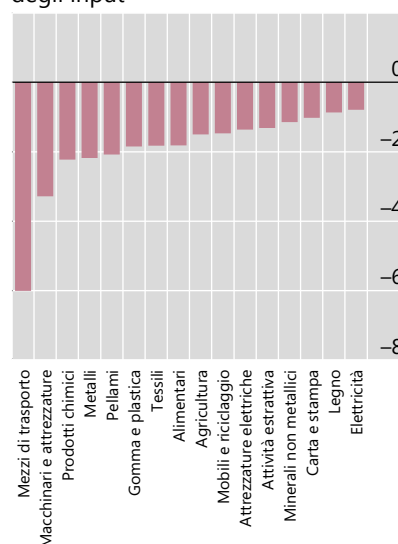
In percentuale

Grafico III.B

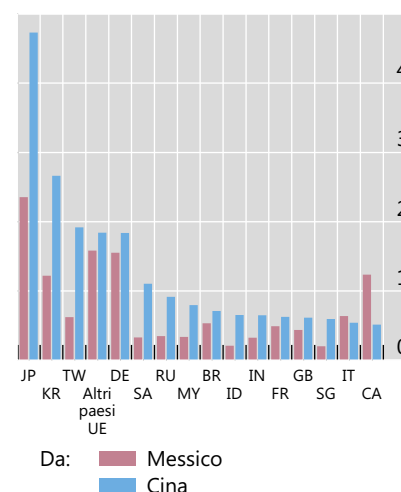
Shock di costo per l'industria statunitense derivante dall'imposizione di una tariffa¹



Calo del costo del lavoro settoriale statunitense necessario per compensare l'aumento dei prezzi degli input²



Origine del valore aggiunto incorporato nelle esportazioni³



¹ Impatto diretto ed effetti di ordine superiore sui costi di produzione settoriale negli Stati Uniti derivanti dall'imposizione di una tariffa del 10% sulle importazioni da Cina e Messico. ² Pari al negativo dell'impatto totale (cfr. diagramma di sinistra) diviso per la quota di manodopera settoriale statunitense. ³ Origine del valore aggiunto come calcolato nella banca dati TIVA dell'OCSE.

Fonti: R. Auer, A. Levchenko e P. Sauré, "International inflation spillovers through input linkages", *BIS Working Papers*, n. 623, aprile 2017; banca dati World Input-Output, Socio-economic Accounts; banca dati TIVA dell'OCSE; elaborazioni BRI.

Nell'insieme, la simulazione rileva una sensibilità relativamente elevata dei costi di produzione statunitensi alle tariffe sulle importazioni dal Messico o dalla Cina. Al fine di contestualizzare i risultanti shock di costo, il diagramma centrale del grafico III.B mostra la riduzione dei salari che sarebbe necessaria negli Stati Uniti per compensare interamente i costi crescenti degli input importati. Per esempio, tali tariffe farebbero salire dello 0,86% i costi nel settore dei trasporti statunitense. Per controbilanciare l'intero aumento, il costo del lavoro statunitense dovrebbe diminuire di circa il 6%, ovvero $0,86\% - 6\% * 0,14 \approx 0$, dove 0,14 è la quota di costo della manodopera nel settore dei mezzi di trasporto degli Stati Uniti.

Anche i paesi terzi sarebbero interessati. Il Messico e la Cina costituiscono importanti punti di accesso dei beni intermedi, che sono sottoposti a ulteriore trasformazione e poi spediti negli Stati Uniti. Il diagramma di destra del grafico III.B riporta la quota di valore aggiunto estero incorporata nelle esportazioni dal Messico (barre rosse) e dalla Cina (barre blu) per origine. Ad esempio, i beni e servizi intermedi provenienti dal Giappone rappresentano il 2,4% del valore delle esportazioni messicane e il 4,7% di quelle cinesi. Se le esportazioni di Cina o Messico diminuissero di \$1 miliardo, la domanda di input giapponesi scenderebbe rispettivamente di \$47 e 24 milioni.

Note di chiusura

- ¹ La misura migliore dei cicli finanziari è costituita dal comovimento di una serie ampia di variabili finanziarie. La rappresentazione più parsimoniosa è tuttavia in termini di credito e prezzi degli immobili, in un contesto in cui i secondi anticipano di norma il primo attorno ai punti di svolta del ciclo. Per un ulteriore approfondimento, cfr. BRI, *84^a Relazione annuale*, Capitolo IV.
- ² 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, 2011, pagg 189-240; M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ³ Il livello mediano del rapporto fra il debito in valuta e il PIL prima delle crisi finanziarie nelle principali EME dagli anni novanta è stato di circa il 21%, con un intervallo interquartile compreso fra il 14 e il 26%.
- ⁴ In questo caso viene utilizzata come riferimento la media di lungo periodo poiché i DSR sono un processo stazionario, ovvero tendono a riconvergere verso i propri valori medi. Cfr. M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015.
- ⁵ Cfr. anche A. Mian, A. Sufi e E. Verner, "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione.
- ⁶ Per un'analisi dettagliata della decelerazione degli investimenti nelle EME e delle implicazioni di tale andamento, cfr. Banca mondiale, "Weak investment in uncertain times", *Global Economic Prospects*, gennaio 2017.
- ⁷ Cfr. anche M. Adalet McGowan, D. Andrews e V. Millot, "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1372, gennaio 2017. Per maggiori riscontri dell'effetto esercitato dalle distorsioni nell'allocazione delle risorse sulla crescita della produttività nel periodo post-crisi, cfr. C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, gennaio 2016; e G. Adler, R. Duval, D. Furceri, S. Kiliç Çelik, K. Koloskova e M. Poplawski-Ribeiro, "Gone with the headwinds: global productivity", *IMF Staff Discussion Note*, n. 17/04, aprile 2017.
- ⁸ Per evidenze connesse al ristagno nella diffusione delle tecnologie, cfr. D. Andrews, C. Criscuolo e P. Gal, "Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries", *OECD Productivity Working Papers*, n. 2, novembre 2015.
- ⁹ Per una panoramica dei meccanismi che operano attraverso i flussi bancari e il finanziamento sul mercato dei capitali, rispettivamente, cfr. V. Bruno e H. S. Shin, "Global dollar credit and carry trades: a firm level analysis", *BIS Working Papers*, n. 510, agosto 2015; B. Hofmann, I. Shim e H. S. Shin, "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, n. 538, gennaio 2016, rivisto a maggio 2017.
- ¹⁰ Per un'analisi più dettagliata dell'impatto esercitato dai movimenti valutari sull'attività economica, cfr. J. Kearns e N. Patel, "Il canale finanziario dei tassi di cambio compensa il canale commerciale?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ¹¹ Cfr. OCSE, *Economic policy reforms 2017: going for growth*, marzo 2017.
- ¹² Cfr. BRI, *86^a Relazione annuale*, giugno 2016, pagg. 119-121.

IV. Politica monetaria: verso una normalizzazione

La politica monetaria ha continuato a essere generalmente molto accomodante nell'anno in rassegna. La Federal Reserve ha accelerato i ritmi di normalizzazione dei tassi ufficiali mentre la Bank of Japan e la BCE hanno mantenuto orientamenti di politica monetaria espansivi. Le banche centrali di molte altre economie avanzate e delle economie emergenti (EME) hanno mantenuto i tassi ufficiali relativamente stabili a livelli prossimi ai minimi storici. Ciò nondimeno, vi sono maggiori probabilità che venga introdotta una graduale riduzione delle politiche di allentamento monetario in un contesto caratterizzato da un rafforzamento della ripresa mondiale, un consolidamento dei mercati del lavoro internazionali e cicli finanziari in fase avanzata.

La normalizzazione della politica monetaria ha assunto maggiore rilievo a fronte di un ulteriore aumento dei tassi ufficiali statunitensi e di una maggiore propensione di altre banche centrali, in particolare della BCE, ad andare in tale direzione. Il ritmo della normalizzazione sembra destinato a essere ancor più graduale e prevedibile che in passato, ma la sua calibrazione non è priva di difficoltà. Una normalizzazione troppo lenta potrebbe ridestare la costante preoccupazione delle banche centrali di non tenere più il passo e di dovere poi recuperare terreno in maniera destabilizzante, mentre una normalizzazione troppo rapida potrebbe far correre il rischio di stroncare la ripresa. In entrambi i casi la normalizzazione delle politiche monetarie nelle principali economie avanzate avrà ripercussioni di vasta portata a livello nazionale e internazionale. L'asincronicità del processo di normalizzazione nei vari paesi e il livello elevato di indebitamento mondiale rendono tale situazione ancora più complessa.

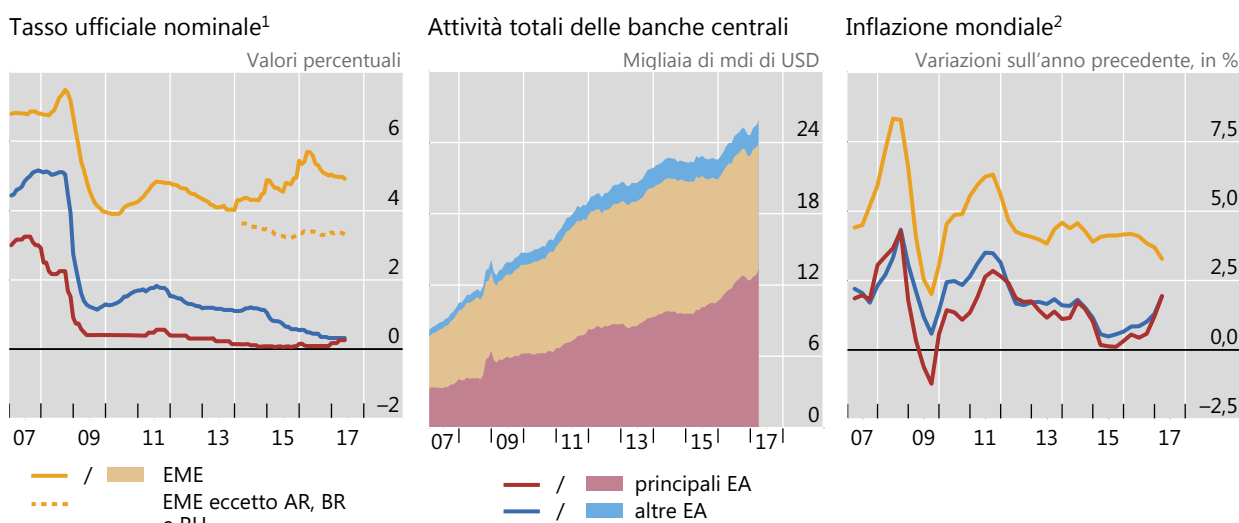
Dopo una rassegna delle decisioni di politica monetaria dello scorso anno, il presente capitolo prende in esame l'evoluzione delle prospettive inflazionistiche, con un'attenzione particolare ai mercati del lavoro internazionali. Il capitolo analizza quindi le sfide poste dalla normalizzazione, soffermandosi in particolar modo sui trade-off tra stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria e sulle opzioni di policy disponibili per affrontare tali sfide.

Sviluppi recenti

Quasi un decennio dopo lo scoppio della Grande Crisi Finanziaria (GCF), i tassi ufficiali hanno continuato ad attestarsi quasi ai minimi storici e, a metà del 2016, gli avvenimenti geopolitici hanno spinto ad allentare ulteriormente l'orientamento monetario (grafico IV.1, diagramma di sinistra). Sebbene le dimensioni complessive dei bilanci delle banche centrali abbiano raggiunto nuovi massimi (grafico IV.1, diagramma centrale), le traiettorie seguite dalle singole banche centrali presentano notevoli differenze. Tali sviluppi si sono registrati in un contesto caratterizzato da un rafforzamento della ripresa mondiale, da un certo inasprimento delle condizioni sui mercati finanziari e da un aumento dell'inflazione nelle economie avanzate, mentre nelle EME, in media, quest'ultima ha subito un calo (grafico IV.1, diagramma di destra).

La politica monetaria rimane molto accomodante a livello mondiale e le prospettive di inflazione migliorano

Grafico IV.1



Principali EA = AE (area dell'euro), JP e US; altre EA = AU, CA, CH, DK, GB, NO, NZ e SE.

¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima; medie semplici. ² Prezzi al consumo; medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA.

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

Fase di transizione per la politica monetaria internazionale

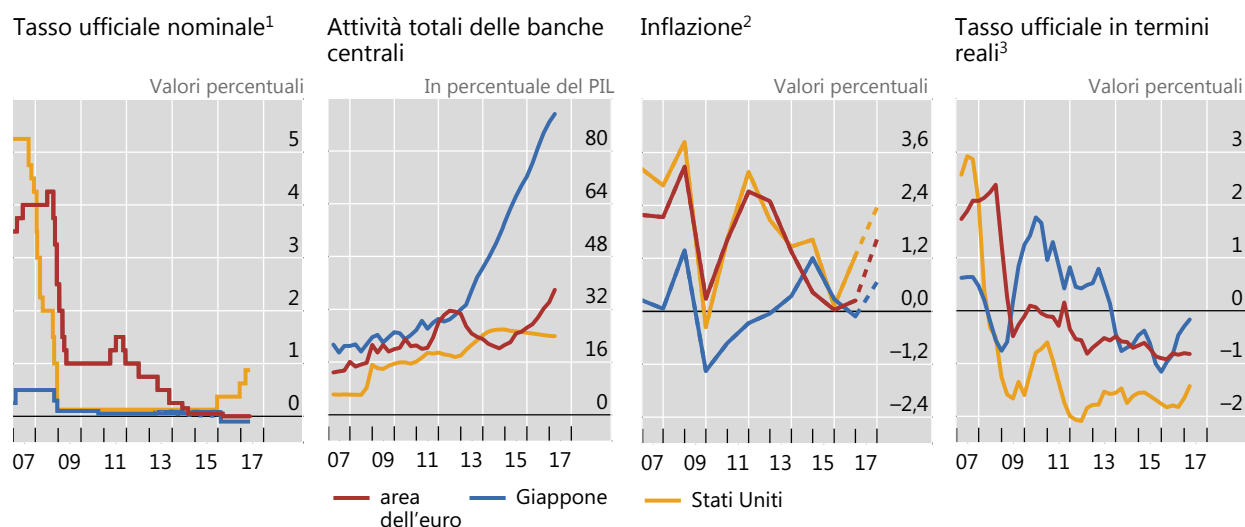
Durante l'anno in rassegna si è registrata una maggiore divergenza delle politiche monetarie tra le principali economie avanzate, mentre in termini reali i tassi di riferimento si sono mantenuti pari o prossimi ai minimi storici (grafico IV.2).

Dopo una battuta d'arresto di dodici mesi, gli Stati Uniti hanno ricominciato a ridimensionare l'allentamento monetario, introducendo due aumenti di 25 punti base dell'intervallo obiettivo sul tasso dei federal fund. Tali aumenti sono ascrivibili a un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, a un maggiore ottimismo circa il vigore della ripresa e alla convinzione che l'inflazione si avvicini nuovamente all'obiettivo del 2% nel medio termine. La Federal Reserve ha continuato a prevedere una graduale normalizzazione dei tassi ufficiali per i prossimi anni, parallelamente a una riduzione del suo bilancio ampliato, da avviare quando tale processo di normalizzazione sarà "già in fase avanzata". L'autorità monetaria statunitense, inoltre, ha rivisto al ribasso al 3% la proiezione (mediana) del livello di lungo periodo del tasso sui federal fund, in calo dopo numerose revisioni dal 4,25% del 2012, in linea con le ipotesi di una diminuzione del "tasso naturale" (si veda oltre).

La BCE ha mantenuto inalterati i principali tassi ufficiali (il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è rimasto pari allo 0% e il tasso sulle operazioni di deposito al -0,4%) per sostenere l'entità straordinaria dell'accomodamento monetario. La BCE ha motivato il mantenimento per lungo tempo di bassi tassi ufficiali soprattutto con spinte inflazionistiche moderate e contrastanti prospettive economiche e finanziarie. L'istituto ha altresì annunciato l'estensione del programma di acquisto di attività almeno fino a dicembre 2017. In un contesto caratterizzato dal recedere dei rischi di deflazione e da un miglioramento delle prospettive di crescita

Divergenza dei tassi ufficiali e dei bilanci delle banche centrali a fronte di un aumento dell'inflazione nelle principali EA

Grafico IV.2



¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima. ² Proiezioni per il 2017 (linee tratteggiate); per il Giappone, comprende una correzione legata all'incremento delle imposte sui consumi per il 2014 e il 2015. ³ Tassi ufficiali nominali meno l'inflazione al netto di alimentari ed energia; per il Giappone, tasso corretto anche per tenere conto dell'aumento dell'imposta sui consumi.

Fonti: OCSE, *Main Economic Indicators*; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

economica, tuttavia, la BCE ha ridotto il ritmo degli acquisti di attività in aprile, da €80 a 60 miliardi al mese.

La Bank of Japan ha introdotto modifiche nel suo programma di allentamento monetario su larga scala, denominato QQE (Quantitative and Qualitative Monetary Easing – allentamento monetario quantitativo e qualitativo), adottando una politica di controllo della curva dei rendimenti. Le nuove misure comprendono la fissazione di un obiettivo per il rendimento dei titoli di Stato decennali giapponesi, attualmente fissato attorno allo 0%, e l'impegno a superare l'obiettivo di inflazione per un certo periodo. Il tasso del -0,1% sugli incrementi marginali dei conti correnti presso la banca centrale è rimasto inalterato. Le nuove misure sono state adottate a causa del timore che le prospettive di più elevati rendimenti globali a lungo termine esercitino indesiderate pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari giapponesi. Parallelamente a tali misure, la Bank of Japan ha ampliato il suo programma di prestiti in dollari USA e di acquisti di exchange-traded fund.

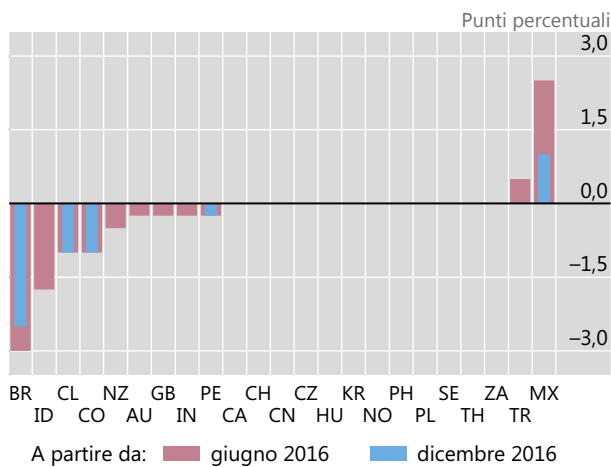
Le banche centrali di paesi diversi dalle principali economie avanzate hanno dovuto affrontare altri tipi di sfide. Nell'insieme vi sono stati pochi cambiamenti dei tassi ufficiali. Le dinamiche inflazionistiche hanno determinato le decisioni di politica monetaria, poiché in generale i tassi di inflazione si sono avvicinati maggiormente agli obiettivi.

Molte banche centrali hanno mantenuto i tassi ufficiali invariati, alla luce dell'equilibrio dei rischi (grafico IV.3, diagramma di sinistra). Da un lato, il rafforzamento della ripresa mondiale e, in particolare, condizioni più tese sui mercati del lavoro in molte economie indicavano la necessità di aumenti dei tassi nel breve periodo. Per quanto concerne la stabilità finanziaria, i rapporti credito/PIL elevati e in crescita, nonché i prezzi delle abitazioni hanno continuato a pesare sulle decisioni in alcune economie. Gli scostamenti dell'inflazione dall'obiettivo, inoltre, si sono ridotti a fronte del venir meno degli effetti del passato calo dei prezzi delle materie prime e

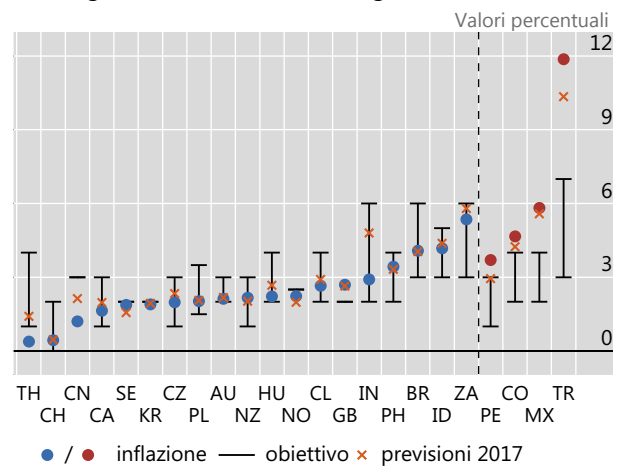
Nelle altre economie gli andamenti dei tassi ufficiali rispecchiano in gran parte l'avvicinamento dei tassi di inflazione agli obiettivi

Grafico IV.3

Variazione del tasso ufficiale¹



Convergenza dell'inflazione verso gli obiettivi²



¹ Variazione del tasso di interesse ufficiale nominale fra la data indicata e il 26 maggio 2017. ² Prezzi al consumo, ultimi dati disponibili; i punti rossi indicano un tasso di inflazione superiore all'intervallo obiettivo.

Fonti: Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

delle oscillazioni dei tassi di cambio. D'altra parte, un aumento dei rischi e delle incertezze di carattere geopolitico hanno fatto optare per un orientamento attendista o per una certa diminuzione dei tassi. Sebbene per la People's Bank of China diversi di questi fattori abbiano motivato la decisione di mantenere inalterati i tassi ufficiali di riferimento sui depositi e sui prestiti, l'istituto ha aumentato i tassi sulle operazioni di mercato aperto e sulle linee di liquidità a medio termine. La Banca Nazionale della Repubblica Ceca, pur mantenendo inalterati i tassi ufficiali, ha sospeso il tasso di cambio minimo in aprile poiché l'inflazione è aumentata e ha acquisito slancio.

Le banche centrali che hanno introdotto una riduzione dei tassi hanno motivato le loro decisioni soprattutto con le variazioni dei tassi di inflazione. Il Brasile e l'Indonesia hanno ridotto i tassi, rispettivamente, di 3,0 e 1,75 punti percentuali in un contesto in cui l'inflazione è calata notevolmente tendendo all'obiettivo prefissato e il tasso di cambio si è mantenuto relativamente stabile. Anche in Colombia e in Cile si è tirato un relativo sospiro di sollievo dopo un periodo di inflazione superiore agli obiettivi, poiché quest'ultima è diminuita più rapidamente del previsto a fronte di un inasprimento delle condizioni finanziarie alla fine del 2016. Le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda hanno ridotto i tassi ufficiali ai minimi storici in un contesto caratterizzato da un'inflazione moderata, da una crescita persistentemente sottotono e da timori legati ai tassi di cambio, nonostante il persistere da lungo tempo di rischi per la stabilità finanziaria.

La Bank of England e la Reserve Bank of India hanno allentato la politica monetaria in reazione a importanti avvenimenti politici sul fronte interno. In seguito all'esito del referendum britannico sull'appartenenza alla UE, la Bank of England ha abbassato il tasso di riferimento di 25 punti base, la prima mossa di questo tipo dopo oltre sette anni. Secondo l'istituto, tale decisione è da ascrivere alle potenziali ricadute negative della Brexit in campo economico e finanziario. Allo stesso tempo, la banca ha avviato una nuova tornata di acquisti di obbligazioni, facendo passare il suo programma di acquisto di attività da £375 a 435 miliardi. Anche la Reserve Bank of India ha abbassato i tassi ufficiali di 25 punti base, sebbene l'inflazione fosse già pienamente rientrata

nell'intervallo obiettivo prefissato, poiché la demonetizzazione di banconote in rupie di taglio elevato rischiava di incidere negativamente sull'attività economica.

Le banche centrali che hanno aumentato i tassi hanno preso tali decisioni per far fronte all'andamento dei tassi di cambio. Il Banco de México e la banca centrale della Repubblica di Turchia hanno innalzato i tassi in seguito a drastici deprezzamenti della valuta che hanno reso più probabile un netto superamento degli obiettivi di inflazione, portando a un disancoraggio delle aspettative di inflazione.

Evoluzione delle prospettive di inflazione

L'evoluzione delle prospettive inflazionistiche ha rappresentato uno dei temi dominanti dell'anno in rassegna. Gli effetti negativi sull'inflazione legati al passato calo delle materie prime si sono in gran parte dissipati. Le condizioni più tese sui mercati del lavoro sono parse esercitare pressioni al rialzo sui salari e sui prezzi, destando interrogativi in merito alla possibilità che un ulteriore inasprimento possa avere un effetto maggiore sulle dinamiche inflazionistiche.

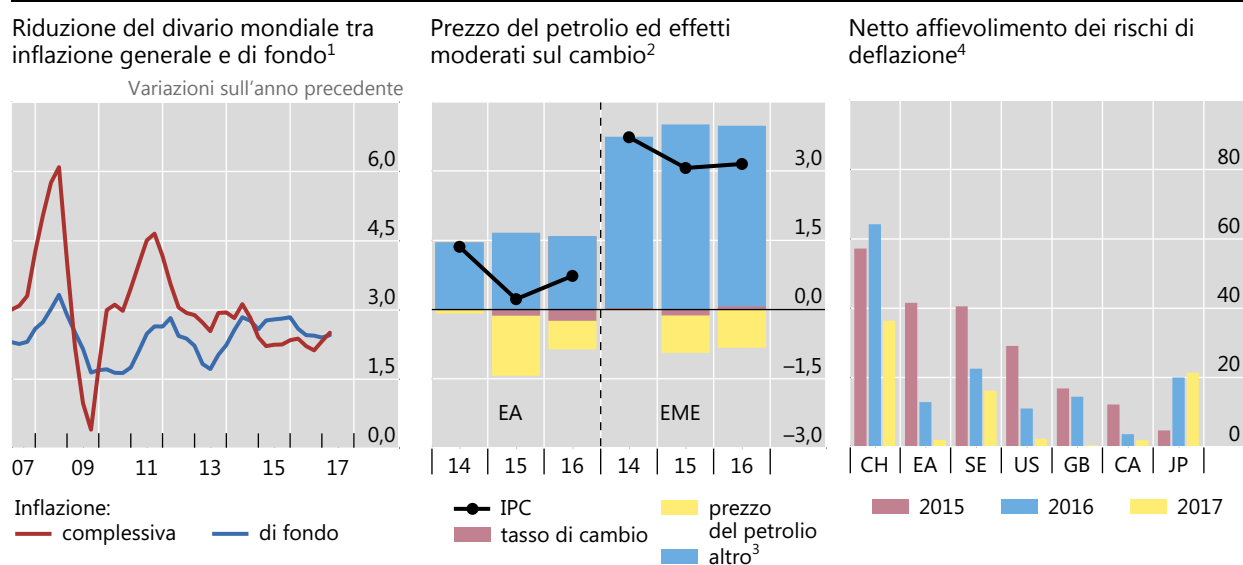
Aumento dell'inflazione a livello mondiale

L'inflazione mondiale è aumentata al 2,5% (grafico IV.4, diagramma di sinistra). Le determinanti dell'inflazione di breve periodo e quelle cicliche hanno svolto un ruolo

Si attenuano le dinamiche inflazionistiche transitorie avverse e vengono meno i rischi di deflazione

Valori percentuali

Grafico IV.4



¹ Prezzi al consumo; medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ² Risultati basati sul modello di M. Jašová, R. Moessner ed E. Takáts, "Exchange rate pass-through: what has changed since the crisis?", *BIS Working Papers*, n. 583, settembre 2016, calcolati utilizzando dati panel non bilanciati di nove EA e 16 EME. ³ Andamenti dell'inflazione non giustificati dal prezzo del petrolio o dal tasso di cambio. ⁴ Probabilità di scenari di coda di deflazione stimate in base alla distribuzione degli errori previsivi storici provenienti da risultati di indagini condotte per oltre vent'anni.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook* e *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

significativo. I prezzi delle materie prime sono aumentati e i tassi di cambio si sono stabilizzati. La riduzione degli output gap e condizioni generalmente più tese sui mercati del lavoro hanno trovato riscontro nell'effetto cumulato della modesta ripresa in atto da tempo a livello mondiale. Per molte banche centrali gli obiettivi di inflazione sono parsi sempre più raggiungibili, poiché le pressioni reflazionistiche hanno contribuito a colmare il divario tra l'obiettivo di inflazione e l'inflazione effettiva.

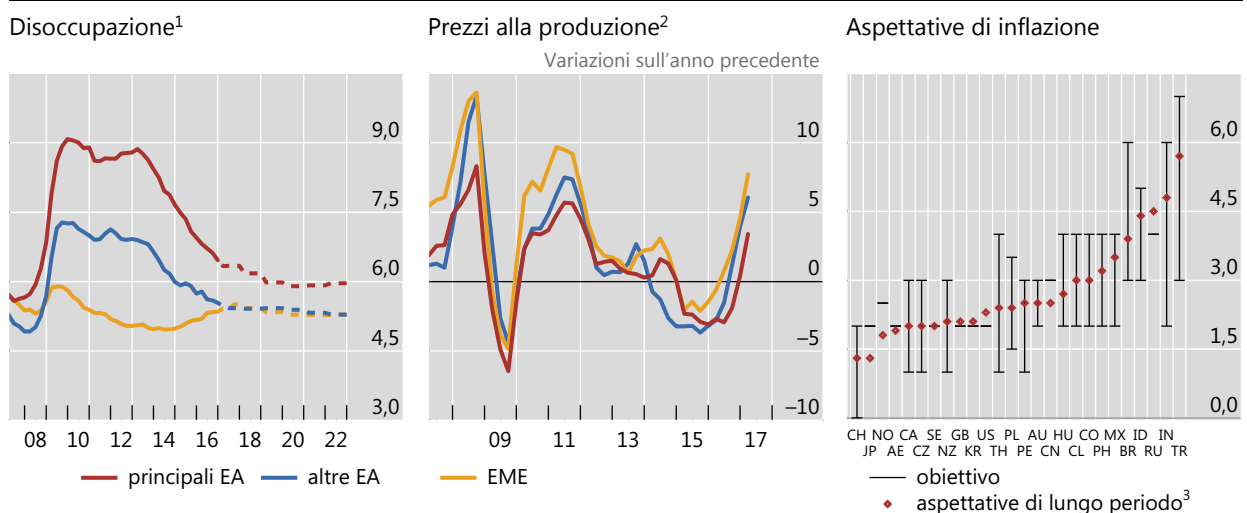
Tra le determinanti immediate e a breve termine dell'inflazione, i prezzi delle materie prime hanno alimentato un rialzo. Gli effetti negativi legati ai prezzi del petrolio registrati nei due anni precedenti, ad esempio, si sono attenuati notevolmente (grafico IV.4, diagramma centrale). Di conseguenza, l'inflazione complessiva si è approssimata all'inflazione di fondo e i rischi di deflazione sono diminuiti (grafico IV.4, diagramma di destra). Anche le aspettative di inflazione a breve termine sono aumentate, in particolar modo quelle rilevate dalle indagini presso professionisti delle previsioni in diverse economie.

I lievi scostamenti dell'inflazione dagli obiettivi prefissati hanno anch'essi rispecchiato persistenti miglioramenti della domanda ciclica. Le misure di sottoutilizzo della capacità hanno registrato valori ancora più bassi. Anche se dalle stime sul sottoimpiego della capacità produttiva si evince ancora che in alcune economie il livello di capacità inutilizzata è basso, i tassi di disoccupazione sono scesi in prossimità dei tassi precedentemente ritenuti compatibili con la stabilità dei prezzi di lungo periodo, se non a un livello inferiore (Capitolo III). Inoltre, secondo le banche centrali e le previsioni del settore privato, si assisterà a un ulteriore inasprimento delle condizioni sui mercati del lavoro (grafico IV.5, diagramma di sinistra), e ciò porterà forse a ulteriori aumenti dell'inflazione di fondo (si veda oltre). Le dinamiche

Condizioni più tese sui mercati del lavoro e prezzi alla produzione in aumento, a fronte di aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate

Valori percentuali

Grafico IV.5



Principali EA = AE, JP e US; altre EA = AU, CA, CH, DK, GB, NO, NZ e SE.

¹ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili delle forze di lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi; EME esclusa IN. Previsioni dopo il 2016 (linee tratteggiate). ² Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ³ Previsioni per le aspettative di inflazione da sei a dieci anni.

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

inflazionistiche dei prezzi alla produzione hanno registrato un notevole incremento, rafforzando tali andamenti (grafico IV.5, diagramma centrale).

Nonostante la reflazione, le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste saldamente ancorate. Come negli anni precedenti, le misure basate su indagini si sono collocate ampiamente all'interno degli intervalli obiettivo della maggior parte delle banche centrali (grafico IV.5, diagramma di destra). Inoltre, le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine desunte dai mercati hanno registrato un lieve aumento rispetto ai minimi dell'anno precedente, indicando il venir meno dei timori per i rischi di deflazione. Come rilevato nell'*86^a Relazione annuale*, sono stati sollevati dubbi sull'affidabilità di tali misure desunte dai mercati a causa di significative variazioni nel tempo dei premi di liquidità e a termine, nonché di un'indebita sensibilità alle fluttuazioni del prezzo del petrolio a breve termine (Capitolo II). Ciononostante, le banche centrali hanno provato un certo sollievo nel constatare che queste misure hanno registrato un aumento.

Malgrado la presenza di fattori reflazionistici ciclici e di breve termine, sembra che fattori di lungo periodo, come la globalizzazione e la tecnologia, continuino a esercitare pressioni di segno opposto. Nell'*86^a Relazione annuale* si suggeriva la possibilità che i progressi tecnologici e l'espansione delle catene di valore mondiali (CVM) avessero contenuto le pressioni sui prezzi negli ultimi decenni. Questi fattori dal lato dell'offerta generano venti contrari di stampo disinflazionistico che hanno anche un lato "positivo". La stabilizzazione della globalizzazione registrata negli ultimi anni, di cui tratta il Capitolo VI, ha destato interrogativi circa un possibile venir meno di tali venti contrari, il che ha forse contribuito a una revisione al rialzo delle prospettive inflazionistiche.

I mercati del lavoro segnalano la presenza di un possibile aumento delle pressioni inflazionistiche?

Negli ultimi decenni i mercati del lavoro mondiali hanno subito notevoli cambiamenti, che hanno avuto significative implicazioni sulla formazione dei salari e dei prezzi. A fronte di una riduzione della capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, la crescita dei salari dovrebbe aumentare. Le richieste salariali, tuttavia, sono più in ritardo sul ciclo economico di quanto avvenuto in passato. Questo andamento dei salari non è unicamente un fenomeno ciclico, ma sembra dipendere da fattori di lungo termine che stanno rimodellando l'economia mondiale. Molte banche centrali si chiedono se tali sviluppi abbiano allentato a tal punto il nesso tra l'inflazione e la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro da far sì che il recente inasprimento delle condizioni su tali mercati non rappresenti quasi più una minaccia di iperreazione dell'inflazione.

Il calo del potere contrattuale dei lavoratori è influenzato da fattori di lungo termine

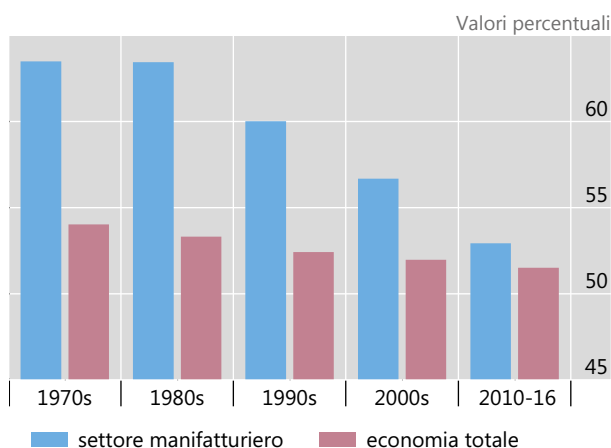
La moderata crescita dei salari è un segnale del calo del potere contrattuale dei lavoratori. Vari fattori hanno contribuito a tale sviluppo, ma vale la pena concentrarsi su due di essi.

Il primo fattore è rappresentato dalla straordinaria crescita delle forze di lavoro a livello mondiale. Negli anni Novanta e all'inizio degli anni Duemila l'apertura dei

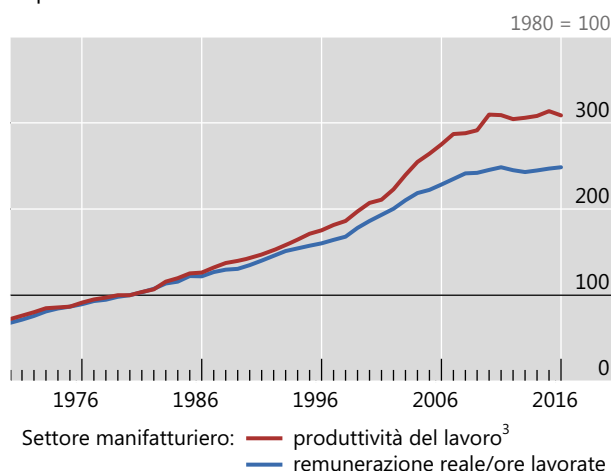
La globalizzazione e la tecnologia sono all'origine delle tendenze di lungo periodo sui mercati del lavoro¹

Grafico IV.6

La quota del reddito da lavoro si è ridotta ...²



... mentre i salari non tengono il passo con i guadagni di produttività



¹ Economie del G7; medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. Per l'economia totale, solo previsioni dopo il 2015. Per il Giappone, dati del settore manifatturiero fino al 2015. ² Rapporto tra le retribuzioni dei dipendenti e il prodotto nominale; misurato utilizzando, rispettivamente, il PIL per l'economia totale e il valore aggiunto lordo per il settore manifatturiero. ³ Rapporto tra valore aggiunto lordo in termini reali e numero totale di ore lavorate.

Fonti: banca dati AMECO della Commissione Europea; Eurostat; FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*, *National Accounts Statistics* e banca dati STAN; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

paesi asiatici e di quelli dell'ex blocco sovietico ha pressoché raddoppiato le forze di lavoro *effettivamente* disponibili nel sistema commerciale internazionale¹. Più di recente, un'ulteriore integrazione economica e una maggiore partecipazione alle CVM hanno rafforzato la concorrenza internazionale nei mercati del lavoro.

Il secondo fattore è rappresentato dall'automazione industriale. Da tempo le nuove tecnologie hanno un impatto significativo sui processi di produzione e sulla domanda di manodopera qualificata nelle economie avanzate. In un contesto caratterizzato dallo sviluppo sempre più rapido e dalla crescente versatilità delle attuali tecnologie della robotica, la manodopera del settore manifatturiero è sottoposta a nuove sfide. Allo stesso tempo, anche l'occupazione nel settore dei servizi, per la quale fino ad ora la maggiore efficienza della robotica ha rappresentato una minaccia minore, comincia a mostrare una più grande vulnerabilità a tale fenomeno. L'automazione del lavoro intellettuale tramite lo sviluppo di software e nuove tecnologie informatiche ha continuato a far aumentare la disponibilità di fornitori di servizi *globali* e il tipo di mansioni che possono svolgere, ampliando la gamma di attività nel settore dei servizi che rischiano di scomparire².

La riduzione del potere contrattuale dei lavoratori è in linea con il calo della quota del reddito da lavoro in molte economie avanzate (grafico IV.6, diagramma di sinistra) e può anche contribuire a spiegare perché i salari non hanno sempre tenuto il passo con la crescita della produttività (grafico IV.6, diagramma di destra). Allo stesso tempo, naturalmente, tali tendenze non hanno influenzato tutti i settori allo stesso modo e dipendono altresì da numerosi altri fattori³.

Implicazioni sulla crescita dei salari e l'inflazione

Tali profondi cambiamenti in atto nei mercati del lavoro possono avere implicazioni di vasta portata anche in materia di inflazione. Una delle ragioni per cui i mercati del lavoro sono tradizionalmente stati considerati tra i fattori determinanti dell'inflazione è che gli incrementi salariali determinano un aumento dei costi di produzione e quindi un rialzo dei prezzi. Ciò, a sua volta, dà luogo a nuove richieste salariali, i cosiddetti effetti di secondo impatto. Dopotutto, i costi salariali rappresentano la parte preponderante dei costi di produzione, specialmente nel settore dei servizi. Maggiore è il potere contrattuale dei lavoratori, più probabilità vi sono che le richieste salariali siano accolte. Di conseguenza, il calo di lungo periodo di tale potere consente di capire meglio in che misura il recente inasprimento delle condizioni nei mercati del lavoro mondiali possa portare a un'accelerazione delle dinamiche inflazionistiche.

Per analizzare tale questione è necessario prendere in considerazione un certo numero di rapporti: il rapporto tra le pressioni salariali e i costi di produzione, cioè i costi del lavoro per unità di prodotto (CLUP); quello tra i costi del lavoro e le misure di sottoutilizzo della capacità produttiva; e quello tra i CLUP e l'inflazione. Si delinea così un quadro dalle caratteristiche disomogenee.

La crescita dei salari non è necessariamente inflazionistica: se è accompagnata da guadagni di produttività non porta a un aumento dei costi di produzione. Per questa ragione l'aumento dei CLUP è una misura migliore, ma pur sempre imperfetta, di incipienti spinte inflazionistiche. Nell'attuale congiuntura, i CLUP delle economie avanzate dovrebbero essere moderati da una crescita della produttività un po' più rapida, nonostante un forte incremento degli utili (grafico IV.7, diagramma di sinistra).

Vi sono inoltre indicazioni secondo cui il rapporto tra aumento dei CLUP ed eccesso di offerta di lavoro nei mercati *nazionali* si è indebolito nel corso degli anni (diagramma centrale del grafico IV.7), anche se rimane significativo. Il calo di lungo periodo del potere contrattuale dei lavoratori sembra essere stato in parte responsabile di tale fenomeno (Riquadro IV.A). Altri dati segnalano che un fattore all'origine di tale calo è la globalizzazione dell'economia reale: l'aumento dei CLUP di un paese presenta una maggiore correlazione con l'incremento dei CLUP a livello mondiale, ponderato in base all'alto valore aggiunto degli scambi commerciali di quel paese (Riquadro IV.B). Da ciò si desume, inoltre, che il fatto di prendere in considerazione soltanto i fattori interni potrebbe indurre a sottovalutare le pressioni inflazionistiche, ora che i CLUP sono in aumento a livello mondiale.

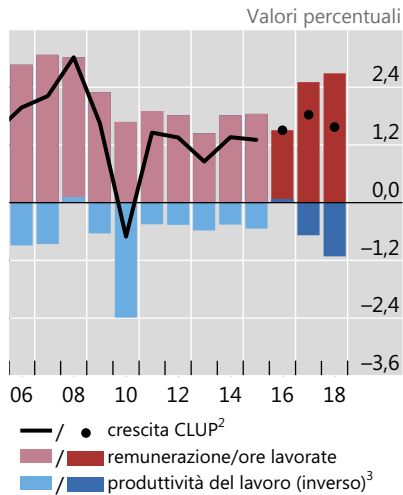
Non è altrettanto chiaro quale sia l'impatto dell'andamento dei CLUP sui prezzi. Vero è che, sul lungo periodo, l'aumento dei CLUP e l'inflazione sembrano muoversi in stretta sintonia⁴. L'evidenza empirica indica, poi, che esiste una correlazione a frequenza ciclica (grafico IV.7, diagramma di destra). Detto questo, va notato che tale correlazione si è allentata e, a volte, si è dimostrata instabile e ambigua. Data la capacità segnaletica che l'aumento dei CLUP ha nella previsione dell'inflazione, l'evidenza empirica indica minori effetti di trasmissione dei costi del lavoro all'inflazione⁵. Tale impressione è rafforzata dal fatto che si registra raramente una reazione significativa dell'inflazione alla capacità inutilizzata a livello di prodotto nazionale o di lavoro, e ciò significa che la curva di Phillips dei prezzi è piuttosto piatta⁶.

Dall'inizio della GCF vari fattori hanno ulteriormente complicato la situazione. Da alcuni di essi si desume che ci possa essere stata una sovrastima delle pressioni di fondo sui costi salariali. Può darsi, ad esempio, che lavoratori precedentemente scoraggiati siano rientrati nelle forze di lavoro e abbiano aumentato il numero delle

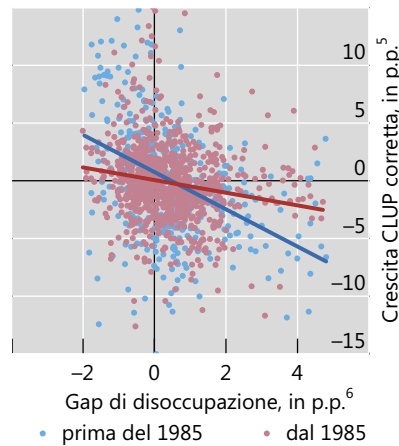
Gli andamenti ciclici dei CLUP a livello mondiale possono rappresentare un rischio al rialzo per l'inflazione

Grafico IV.7

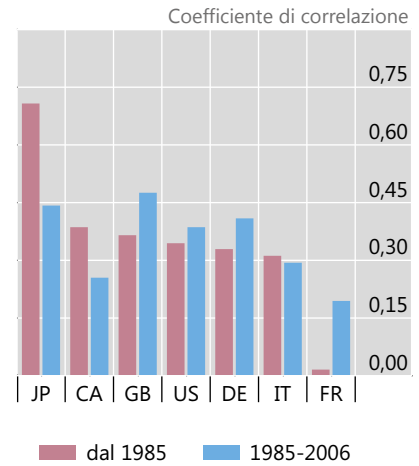
Aumento dei CLUP nelle EA¹



Il calo dei tassi di disoccupazione evidenzia un ulteriore aumento della crescita dei CLUP⁴



L'aumento della crescita dei CLUP è storicamente correlato con un incremento dell'inflazione⁷



¹ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA; solo proiezioni dopo il 2015. ² Rapporto tra retribuzioni dei dipendenti e PIL reale. ³ Rapporto tra numero totale di ore lavorate e PIL reale. ⁴ Economie del G7; i dati trimestrali coprono il periodo 1° trimestre 1970-3° trimestre 2016. Alcuni valori anomali superiori al 15% in valore assoluto sono stati omessi dal grafico ma inclusi nell'analisi di regressione. Pendenza stimata pari a -1,6119 e -0,5471 con elevati p value pari, rispettivamente, a 0,008 e 0,003. ⁵ Cfr. il riquadro IV.A per maggiori dettagli. ⁶ Tasso di disoccupazione meno NAIRU. ⁷ Correlazioni incrociate simultanee di aumenti trimestrali dei CLUP e dell'inflazione (misurata dal deflatore dei prezzi del PIL), meno la media mobile di quattro trimestri delle variazioni del deflatore del PIL, aggregata a frequenza annuale.

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

persone alla ricerca di un'occupazione (considerate disoccupate secondo le stime ufficiali). Ciò indicherebbe un sottoutilizzo di capacità produttiva nel mercato del lavoro maggiore rispetto alle cifre rese note. Di fatto, negli ultimi dieci anni, non tutto il calo del tasso di partecipazione registrato in alcuni paesi può essere attribuito a tendenze demografiche di lungo periodo, come l'invecchiamento della popolazione.⁷

Altri fattori possono avere allentato il rapporto tra sottoutilizzo della capacità produttiva e crescita dei salari solo in maniera temporanea. Gli aumenti salariali possono essere stati insolitamente modesti semplicemente a causa della grave recessione e della rigidità dei salari nominali⁸. Poiché, da allora, l'inflazione ha eroso l'aumento dei salari reali, si potrebbe registrare un nuovo aumento delle pressioni salariali se l'inflazione continuerà ad aumentare a fronte di una riduzione della capacità inutilizzata. Le norme salariali, che forniscono un orientamento per questo tipo di richieste, si sono ad esempio ridotte, passando a circa il 2% dopo la crisi, un livello nettamente inferiore al 3-4% registrato prima della crisi⁹. Di fatto, le prime avvisaglie di un ritorno a tali valori si registrano nei settori ciclicamente più sensibili, come evidenzia l'aumento dei salari del lavoro a tempo parziale.

In sostanza, tali considerazioni suggeriscono che le prospettive di inflazione sono caratterizzate da una certa propensione reflazionistica, ma non indicano seri rischi inflazionistici. Allo stesso tempo, è opportuno monitorare da vicino le condizioni dei mercati del lavoro domestici e internazionali, poiché gli indicatori unicamente nazionali del sottoutilizzo della capacità, sia nel mercato del lavoro sia in quello dei beni, non sembrano essere totalmente adeguati a valutare le pressioni inflazionistiche¹⁰.

Avvio della Grande Normalizzazione?

Non ci si è mai chiesti “se” sarebbero state normalizzate le politiche monetarie, ma piuttosto “quando, a che ritmo e in che misura” ciò sarebbe avvenuto. Tali interrogativi hanno assunto maggiore rilevanza l’anno passato, quando si sono ridotti i motivi per un mantenimento dell’accomodamento monetario e varie banche centrali hanno iniziato a considerare un processo di normalizzazione. Attualmente i mercati prevedono un ritmo di aumento dei tassi molto graduale (grafico IV.8, diagramma di sinistra), a fronte di un ridimensionamento dei bilanci fortemente dilatati delle banche centrali. Tali aspettative, però, sono in netto contrasto con gli episodi di rialzo dei tassi registrati in passato, che in genere erano caratterizzati da un ritmo molto meno graduale (grafico IV.8, secondo diagramma).

Per determinare il ritmo della normalizzazione le banche centrali devono raggiungere un difficile equilibrio. Da una parte, si corre il rischio di agire in maniera prematura e troppo rapidamente. Dopo una serie di false partenze della ripresa economica mondiale, la sostenibilità di quest’ultima continua a destare interrogativi. Inoltre, il periodo senza precedenti di tassi estremamente bassi accresce le incertezze sulle reazioni dei mercati finanziari e dell’economia. Dall’altra parte, si corre invece il rischio di agire in maniera troppo tardiva o graduale. Se le banche centrali non tengono più il passo, a un certo punto dovranno forse introdurre un inasprimento più brusco e marcato della politica monetaria per evitare un surriscaldamento dell’economia e un superamento dell’obiettivo di inflazione. E anche se l’inflazione non aumentasse, il persistere di tassi di interesse troppo bassi per un lungo periodo

Normalizzazione dei tassi ufficiali: questa volta sarà diverso?

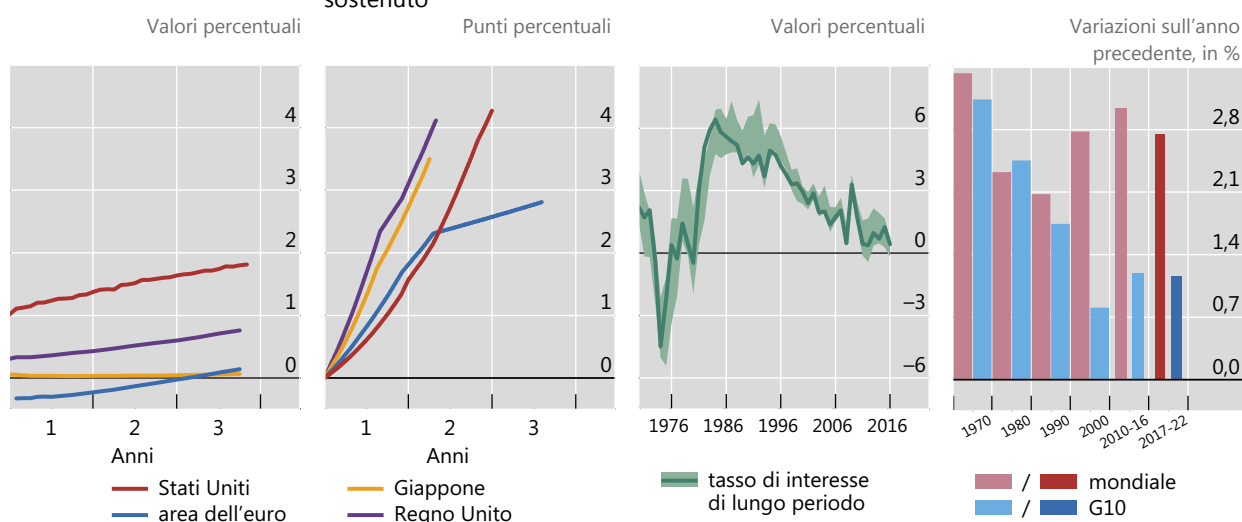
Grafico IV.8

L’attuale normalizzazione dovrebbe essere graduale¹

In passato il ritmo delle normalizzazioni era più sostenuto²

I tassi di interesse reali tendono a calare^{3, 4}

La crescita del PIL mondiale pro capite è stabile^{3, 5}



Episodi di normalizzazione: per l’area dell’euro, 1999-2000 e 2005-08; per il Giappone, 1989-90; per il Regno Unito, 1988-89, 2003-04 e 2006-07; per gli Stati Uniti, 1987-89, 1994-95, 2004-06 e 2015-17.

¹ Al 26 maggio 2017. Futures sui federal fund a 30 giorni (US); futures sull’EURIBOR a tre mesi (AE); futures sull’Euroyen TIBOR a tre mesi (JP); futures sulla sterlina a 90 giorni (GB). ² Dall’inizio dell’inasprimento della politica monetaria. ³ Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. ⁴ Rendimento dei titoli di Stato decennali meno l’inflazione al consumo, medie annue, nelle economie avanzate. ⁵ Solo previsioni dopo il 2016.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Global Financial Data; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

potrebbe creare rischi macroeconomici e per la stabilità finanziaria in un secondo tempo, in un contesto di continuo aumento dell'indebitamento e di assunzioni di rischio sempre maggiori nei mercati finanziari. Il modo in cui le autorità affronteranno tali trade-off risulterà essenziale per assicurare un'espansione sostenibile.

L'approccio riguardante il livello finale dei tassi e le condizioni economiche vigenti all'inizio del processo di normalizzazione influenzerà naturalmente la forma e il ritmo di tale processo. È necessario considerare in maniera più dettagliata le questioni sollevate da ognuno di questi aspetti.

Per quanto riguarda le traiettorie dei tassi, una questione di fondamentale importanza è rappresentata dal livello al quale i tassi ufficiali dovrebbero avvicinarsi. Le banche centrali usano vari metodi per prendere una decisione in materia, non limitandosi a estrapolare il calo dei tassi nel tempo (grafico IV.8, terzo diagramma). Un metodo consiste nell'interpretare quanto i mercati finanziari scontano nel prezzo, desumendo dai rendimenti obbligazionari quale sarà il livello dei tassi che "i mercati pensano" essere adeguato per il futuro (Capitolo II). Un altro approccio consiste nell'utilizzare strumenti di modellizzazione per valutare il livello di arrivo dei tassi, definito come il tasso di interesse di "equilibrio", a volte detto anche "tasso naturale", che consente di raggiungere condizioni di equilibrio generale nell'economia¹¹. Da ambedue questi metodi si desume, in genere, che i tassi di interesse reali a breve (depurati dall'inflazione) vanno dallo 0 al 2%. Aggiungendo l'obiettivo di inflazione di circa il 2%, si ottengono tassi nominali che vanno dal 2 al 4%¹². Parametri alternativi, ad esempio, che prendono in considerazione l'andamento della crescita *mondiale* pro capite per stimare il tasso reale, indicano valori leggermente più alti, di circa il 5% in termini nominali (grafico IV.8, diagramma di destra).

Purtroppo, nessuno di questi metodi è molto affidabile. Nella migliore delle ipotesi i prezzi di mercato possono essere utilizzati come una cassa di risonanza, poiché desumere informazioni da tali prezzi può comportare insidie tecniche (Capitolo II). I prezzi sono fortemente influenzati dalle banche centrali e le opinioni degli operatori di mercato insite in essi possono essere decisamente scorrette, come è avvenuto spesso in passato. Inoltre, dal momento che il tasso di equilibrio non è osservabile, i risultati dei metodi basati su modelli dipendono in maniera significativa dalle ipotesi assunte. Come avviene con le stime della capacità inutilizzata, poi, le stime del tasso naturale possono essere riviste in maniera significativa con il passare del tempo. Di conseguenza, non è evidente fino a che punto queste stime caratterizzate da elevata incertezza possano orientare le banche centrali.

In pratica, quindi, le banche centrali non possono far altro che gestire la politica monetaria senza avere definito un livello finale dei tassi preciso, orientandosi semplicemente in base all'andamento dell'economia e ai trade-off percepiti. Questi ultimi, di fatto, sono essenziali. Chi utilizza quadri di riferimento analitici che danno maggiore peso all'inflazione e alla produzione di breve periodo tenderà ad attribuire maggiore importanza al rischio di introdurre misure eccessive e premature; chi, invece, ritiene più importanti le considerazioni di stabilità finanziaria e il ciclo finanziario, darà maggior peso al rischio di promuovere misure insufficienti e tardive, poiché conferisce maggiore rilevanza ai possibili effetti collaterali risultanti dal persistere di tassi di interesse bassi per un lungo periodo¹³.

Le condizioni economiche vigenti all'inizio del processo di normalizzazione impongono naturalmente cautela, poiché accrescono notevolmente le incertezze sulle reazioni dei mercati finanziari e dell'economia. I mercati finanziari, in particolare, dovranno effettuare aggiustamenti dopo avere fatto affidamento per un periodo eccezionalmente lungo su condizioni monetarie ultra-accomodanti. L'economia

mondiale, dal canto suo, è minacciata da un eccesso di indebitamento, poiché il rapporto debito/PIL ha continuato ad aumentare dopo la crisi. La normalizzazione consentirà di valutare in che misura l'economia possa tollerare tassi più elevati: la spesa del settore privato potrebbe diminuire e le posizioni di bilancio potrebbero rivelarsi più vulnerabili di quanto ci si aspetti.

Quando si parla di cautela, di solito si sottintendono misure caratterizzate da un approccio graduale e trasparente. Un approccio graduale consente alle banche centrali di tastare il terreno, per evitare adeguamenti dei mercati troppo bruschi e correzioni di rotta. La trasparenza sulla futura evoluzione della politica monetaria permette di eliminare una delle principali fonti di incertezza. La trasparenza può anche accompagnarsi alla graduale diffusione di informazioni su tale evoluzione per evitare aggiustamenti improvvisi dei prezzi delle attività, poiché i mercati tendono a cercare di vedere il futuro nei prezzi attuali.

Un approccio graduale e trasparente, tuttavia, non costituisce un rimedio assoluto. La gradualità dell'approccio accresce naturalmente il rischio di non tenere più il passo, sia per quanto riguarda un accumulo di pressioni inflazionistiche sia in materia di crescita dell'indebitamento mondiale. La trasparenza sull'evoluzione delle misure delle banche centrali, inoltre, può incoraggiare involontariamente i mercati ad assumere maggiori rischi. Riducendo le incertezze sull'evoluzione delle misure annunciate e comprimendo di conseguenza i premi al rischio, la trasparenza può spingere gli operatori di mercato a sfruttare maggiormente l'effetto leva nella loro ricerca di rendimenti¹⁴. L'esperienza maturata durante l'episodio di rialzo "graduale" dei tassi sui federal fund del 2004-06 sembra in linea con tale possibilità. Inoltre, l'assunzione di rischi aumenterebbe ogniqualvolta vi fosse la percezione che la banca centrale interverrebbe per ridurre la volatilità a breve termine e neutralizzare andamenti sfavorevoli dei mercati. Le banche centrali, poi, non potrebbero fare molto per evitare i meccanismi di amplificazione degli shock derivanti dalle strategie di gestione del rischio di singole imprese, come quelle di allineamento della duration messe in atto da investitori con un orizzonte di lungo periodo (Capitolo II)¹⁵.

Di conseguenza, la combinazione di un approccio graduale e di una strategia basata sulla trasparenza pone un dilemma. Può sicuramente limitare la volatilità nel breve periodo, ma, se impiegata eccessivamente, solleverebbe il rischio di un aggiustamento e di una normalizzazione di più vasta portata a più lungo termine. Tra gli esempi più evidenti si possono annoverare una violenta correzione dei rendimenti obbligazionari (Capitolo II) e maggiori tensioni macroeconomiche in materia di debito e inflazione (Capitolo III). Più specificamente, le dinamiche di mercato possono essere caratterizzate da esiti binari, con un'alternanza di fasi di propensione e avversione al rischio, anziché essere contraddistinte da un'evoluzione regolare. Nel peggiore dei casi, le banche centrali possono vedersi costrette a scegliere tra una violenta correzione dopo un periodo di stasi più lungo e una minore correzione dopo un periodo di stasi più breve, piuttosto che tra un facile rientro dall'allentamento monetario e un rientro turbolento.

Tale dilemma è particolarmente evidente nel contesto delle politiche di bilancio delle banche centrali, nello specifico le strategie che saranno adottate per normalizzare le dimensioni e la composizione dei loro bilanci (Riquadro IV.C e tabella IV.1)¹⁶. Di solito le banche centrali affermano di non mettere sullo stesso piano gli aggiustamenti dei tassi di interesse e quelli dei bilanci. I tassi di interesse sono considerati per natura più flessibili, più facili da calibrare e più prevedibili in termini di impatto sui mercati e sull'economia. Finora l'opinione generale che si va delineando sembra prediligere in un primo tempo l'introduzione della

normalizzazione dei tassi e in un secondo tempo la riduzione dei bilanci delle banche centrali. Inoltre, le operazioni sui bilanci, in linea di principio, potrebbero essere utilizzate come strumento complementare, che consente di modificare il profilo della curva dei rendimenti agendo sui rendimenti a lungo termine tramite vendite attive: l'evidenza empirica indica che gli acquisti di attività su vasta scala hanno avuto un impatto considerevole sui tassi a lungo termine all'indomani della GCF¹⁷. Di fatto, le banche centrali non hanno escluso tale possibilità. Ad oggi, tuttavia, la banca centrale che ha effettuato il maggior numero di annunci sul processo di normalizzazione, la Federal Reserve, ha optato per un approccio più passivo, molto graduale e prevedibile, riducendo il bilancio principalmente tramite l'interruzione dei reinvestimenti al tasso considerato appropriato. L'episodio del "taper tantrum" del 2013 e le connesse difficoltà in materia di comunicazione sono ancora vivi nella mente delle autorità.

La normalizzazione dei bilanci delle banche centrali pone anche altre sfide, alcune delle quali sono di natura tecnica e non rappresentano una novità. Ad esempio, poiché le banche centrali non hanno il monopolio dell'offerta in essere di titoli di Stato disponibili per investitori con varie scadenze, esse non rappresentano le uniche forze in grado di influenzare i rendimenti: anche le azioni dei governi rivestono importanza. Ne consegue che l'impatto della riduzione dei bilanci delle banche centrali dipenderà dalle strategie scelte dai governi per sostituire i titoli in scadenza.

Altre sfide, di carattere inedito, sono di natura più economico-politica. Gli acquisti su larga scala di titoli di Stato effettuati dalle banche centrali quando i tassi sono insolitamente bassi comporteranno perdite proprio quando tali misure hanno successo, cioè quando si registra una ripresa dell'economia e dell'inflazione che porta a un nuovo aumento dei tassi e dei rendimenti. Le perdite corrispondenti possono suscitare critiche ingiustificate da parte del pubblico e minacciare addirittura l'autonomia delle banche centrali. Analogamente, gli acquisti su larga scala di titoli pubblici da parte delle banche centrali, finanziati soprattutto con le riserve in eccesso, sono equiparati a operazioni di gestione del debito su vasta scala: sono effettivamente equivalenti alla sostituzione di titoli di debito a lungo termine con attività a brevissimo termine, indicizzate al tasso overnight (Riquadro IV.D e tabella IV.1). Per tale motivo le finanze pubbliche risultano più sensibili all'inasprimento della politica monetaria, rischiando così di aggiungere ulteriori pressioni sulle banche centrali se gli ammontari in gioco sono molto ingenti. Un modo per limitare o evitare queste due conseguenze è l'obbligo di detenere riserve obbligatorie infruttifere per assorbire le riserve in eccesso o pagare tassi differenziali su tali riserve. Ciò sarebbe equivalente all'imposizione di un'imposta sul sistema bancario, creando un'altra serie di problemi.

La normalizzazione della politica monetaria nelle principali economie, inoltre, presenta implicazioni che vanno ben oltre i confini nazionali. Gli sviluppi dell'ultimo decennio hanno dimostrato che le ripercussioni della politica monetaria possono sollevare serie difficoltà per le banche centrali e perturbare gli aggiustamenti dell'economia mondiale¹⁸.

Le EME potrebbero essere tra le economie più colpite da tale fenomeno (Capitolo III). A fronte di un significativo aumento del credito denominato in dollari USA dopo la crisi, l'aumento dei tassi di interesse a livello mondiale e l'apprezzamento del dollaro statunitense determinano un aumento degli oneri debitori in valuta estera e un ampliamento degli spread. L'inasprimento delle condizioni finanziarie, combinato alla volatilità dei mercati finanziari, può avere notevoli implicazioni

Principali indicatori dei bilanci delle banche centrali

A fine aprile 2017

Tabella IV.1

	Stati Uniti	Area dell'euro	Giappone	Regno Unito	Svezia
Riserve libere ¹					
% del debito delle amministrazioni pubbliche	11,8	16,6	28,5	25,1	22,1
Titoli di Stato ²					
% del debito delle amministrazioni pubbliche	13,4	16,8	38,9	21,4	14,2
% delle attività totali	55,1	38,8	84,5	70,0	29,9
Vita residua ³ anni	8,0	8,0	6,9	12,3	5,0
Scadenza entro un anno % delle disponibilità complessive	11,4	...	18,6	6,5	9,7
Scadenza entro due anni % delle disponibilità complessive	27,7	...	30,0	12,0	27,1
Altri titoli ⁴					
% delle attività totali	39,8	8,1	3,9	1,9	...
Per memoria: debito delle amministrazioni pubbliche ⁵					
% del PIL	98,9	89,3	201,3	90,0	41,7

¹ Per gli Stati Uniti e il Giappone, riserve in eccesso rispetto a quelle obbligatorie; per l'area dell'euro, ammontare delle riserve libere nei conti correnti e ricorso a operazioni di deposito presso la banca centrale; per il Regno Unito, saldo totale delle riserve; per la Svezia, somma delle passività nei confronti di istituti di credito svedesi nell'ambito delle operazioni di politica monetaria e certificati di debito emessi. ² Per gli Stati Uniti, titoli del Tesoro detenuti in via definitiva (valore nominale); per l'area dell'euro, titoli detenuti nell'ambito del Programma di acquisto di attività del settore pubblico (PSPP) e del Programma per il mercato dei titoli finanziari (al costo ammortizzato); per il Giappone, titoli di Stato giapponese (valore nominale); per il Regno Unito, titoli di Stato (Gilt) detenuti nell'ambito del programma Asset Purchase Facility (in termini nominali); per la Svezia, posizioni detenute nell'ambito del programma di acquisto titoli del governo (in termini nominali). ³ Scadenza media ponderata; per l'area dell'euro, vita residua dei titoli detenuti nell'ambito del PSPP. ⁴ Per gli Stati Uniti, titoli di agenzie federali e titoli garantiti da mutui ipotecari (mortgage-backed securities); per l'area dell'euro, titoli garantiti da attività (asset-backed securities), obbligazioni societarie e obbligazioni bancarie garantite (covered bond); per il Giappone, commercial paper, obbligazioni societarie, ETF e fondi J-REIT; per il Regno Unito, obbligazioni societarie. ⁵ Debito core, valore nominale; al 4° trimestre 2016.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; statistiche BRI sul credito totale; elaborazioni BRI.

macroeconomiche¹⁹. Da una parte, condizioni finanziarie più tese deprimerebbero l'attività economica. Dall'altra, il deprezzamento delle valute nazionali eserciterebbe pressioni al rialzo sull'inflazione, accentuando i rischi di effetti di secondo impatto, specialmente in quelle economie che vantano storicamente risultati peggiori sul fronte dell'inflazione e posizioni di bilancio più fragili. Per ridurre la portata di tale dilemma, le banche centrali possono attingere alle loro riserve valutarie nonché attuare misure macroprudenziali ed, eventualmente, avvalersi di strumenti di gestione dei flussi di capitali. Sono però evidenti i limiti di tale strategia: essa può attenuare la correzione ma non può risolvere il problema di fondo.

Neanche le economie avanzate e aperte di minori dimensioni sono immuni da ciò (Capitolo III). Se le pressioni al deprezzamento delle valute nazionali possono essere positive qualora l'inflazione si mantenga persistentemente al di sotto dell'obiettivo, gli effetti di propagazione tramite l'aumento dei rendimenti obbligazionari non sono necessariamente positivi, a seconda della posizione ciclica e delle condizioni finanziarie sottostanti, e soprattutto della fase del ciclo finanziario interno. Le banche centrali possono cercare di utilizzare le indicazioni prospettiche (forward guidance) per proteggere i loro rendimenti dall'influenza di quelli dei

principali paesi, ma anche in tal caso una simile strategia può essere efficiente solo fino a un certo punto²⁰.

Queste sfide giustificano un rafforzamento della cooperazione tra le banche centrali durante il processo di normalizzazione. In funzione della gravità degli effetti di propagazione e retroazione, l'intensificazione della cooperazione può assumere varie forme. Come minimo, potrebbe implicare un dialogo costante tra istituti in modo da comprendere meglio i trade-off percepiti, le motivazioni alla base delle decisioni e le conseguenze di tali misure a livello internazionale. Ciò favorirebbe il perseguimento dell'autointeresse illuminato, consentendo alle banche centrali di prendere maggiormente in considerazione gli effetti di propagazione e retroazione. In alcuni casi, tale autointeresse potrebbe comprendere anche interventi congiunti, come è avvenuto durante la GCF²¹.

Analisi della curva di Phillips dei salari

Sin dalla pubblicazione dello studio iniziale di William Phillips nel 1958^①, un ampio filone di ricerca ha sottolineato la rilevanza del sottoutilizzo della capacità produttiva come determinante dell'inflazione dei prezzi e dei salari. Recenti evidenze, tuttavia, fanno ritenere che la curva di Phillips dei prezzi sia meno in grado di spiegare l'inflazione (si veda il [Capitolo III](#) dell'84^a *Relazione annuale*). Qual è invece l'impatto della capacità inutilizzata sui salari?

Secondo la tradizionale equazione della curva di Phillips dei salari, la crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto (CLUP) (inflazione salariale, $\Delta w_{i,t}$, corretta per la crescita della produttività del lavoro, $\Delta p_{i,t}$) è determinata da un eccesso di offerta di lavoro, $x_{i,t}$ con una sensibilità β ^②:

$$(\Delta w_{i,t} - \Delta p_{i,t}) = k + c_i + \pi_{i,t-1} + \beta x_{i,t} + e_{i,t}.$$

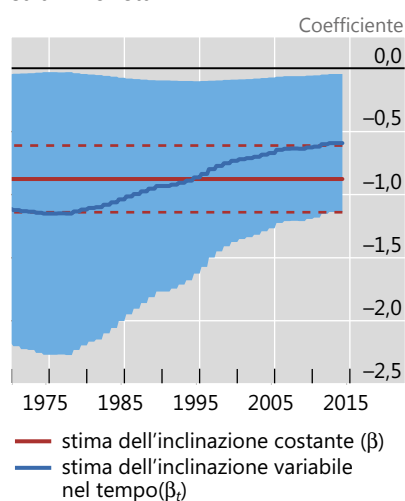
Utilizzando dati panel di paesi del G7 dal 1960 al 2016, il rapporto tra la crescita dei CLUP e la capacità inutilizzata (approssimato dal gap di disoccupazione (grafico IV.A, diagramma di destra)) è risultato essere negativo e statisticamente significativo. La stima di β indica che un calo di 1 punto percentuale della capacità inutilizzata determina un incremento della crescita dei CLUP di circa 0,9 punti percentuali (linea rossa, grafico IV.A, diagramma di sinistra).

Un possibile fattore che ha determinato un cambiamento della sensibilità dei CLUP rispetto alla capacità inutilizzata è la maggiore contendibilità dei mercati associata alla tendenza al calo del potere contrattuale dei lavoratori. Per esplorare tale possibilità, è stata costruita una misura del potere contrattuale (denominata $z_{i,t}$)

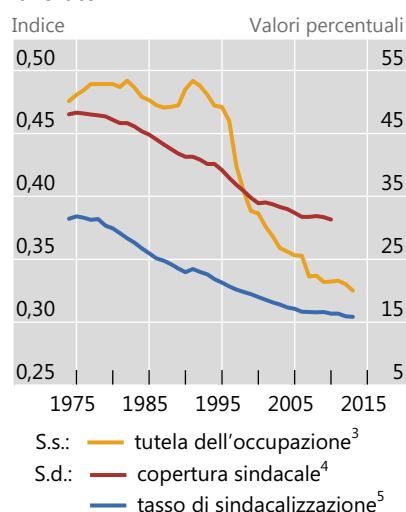
La curva di Phillips nei salari monetari è tuttora significativa

Grafico IV.A

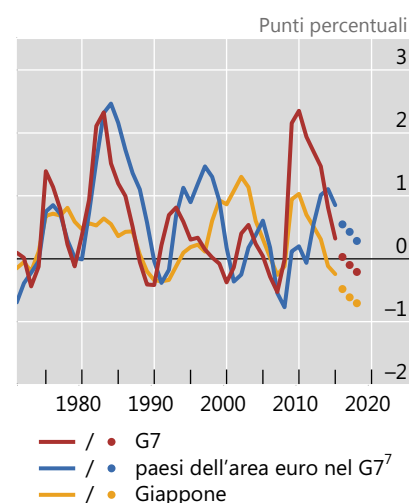
Inclinazione della curva di Phillips nei salari monetari¹



Calo del potere contrattuale dei lavoratori²



Gap di disoccupazione⁶



¹ Media del G7; la parte blu del diagramma e le linee rosse tratteggiate indicano un intervallo di confidenza del 90%. ² Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili del PIL (PPA) per le economie del G7. ³ Rigidità della legislazione a tutela dell'occupazione; i valori più elevati indicano una maggiore rigidità. ⁴ Numero di lavoratori coperti da accordi collettivi normalizzato in base all'occupazione. ⁵ Rapporto tra il numero di lavoratori iscritti ai sindacati e gli occupati. ⁶ Tasso di disoccupazione meno il NAIRU; medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili delle forze di lavoro; previsioni dopo il 2015. ⁷ Francia, Germania e Italia.

Fonti: W. Nickell, "The CEP-OECD institutions data set (1960-2004)", *CEP Discussion Papers*, n. 759, novembre 2006; J. Visser, banca dati ICTWSS versione 5.1, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies, settembre 2016; FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook e Employment and Labour Market Statistics*; stime BRI.

applicando il metodo delle componenti principali alle variazioni di tre indicatori che misurano importanti condizioni del mercato del lavoro: la tutela dell'occupazione, la copertura sindacale e il tasso di sindacalizzazione (grafico IV.A, diagramma centrale). Si calcola poi un modello aumentato della curva di Phillips dove la sensibilità dell'aumento dei CLUP alla capacità inutilizzata, $\beta_{i,t}$, dipende dal $z_{i,t}$ di ogni paese:

$$(\Delta w_{i,t} - \Delta p_{i,t}) = k + c_i + \bar{\pi}_{i,t-1} + \beta_{i,t} x_{i,t} + e_{i,t}, \text{ dove } \beta_{i,t} = \beta(1 + \gamma z_{i,t}).$$

Il parametro stimato γ è positivo e significativo, il che indica che una riduzione del potere contrattuale ha effettivamente ridotto la sensibilità dei CLUP all'eccesso di offerta di lavoro dei mercati nazionali: l'inclinazione media della curva di Phillips nei salari monetari si è appiattita nei vari paesi (linea blu, grafico IV.A, diagramma di sinistra). Anche in tali condizioni, l'inclinazione della curva di Phillips, variabile nel tempo, è rimasta statisticamente significativa e ciò significa che condizioni più tese sui mercati del lavoro continuano a spingere la crescita dei CLUP, anche se in misura minore rispetto al passato. In prima analisi, l'inclinazione della curva si è appiattita passando da circa 1,1 nel 1974 a 0,6 nel 2014.

① A. Phillips, "The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, vol. 25, n. 100, novembre 1958. ② Tasso di disoccupazione di ogni paese meno il NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment – tasso di disoccupazione non inflazionistico); nella regressione su dati panel, k è una costante, c_i è un effetto fisso di ogni paese, $e_{i,t}$ è una componente di errore e $\bar{\pi}_{i,t-1}$ è un'approssimazione delle aspettative di inflazione (misurata da una variazione su quattro trimestri del deflatore dei prezzi del PIL; cfr. ad esempio A. Atkeson e L. Ohanian, "Are Phillips curves useful for forecasting inflation?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, inverno 2001).

La valenza sempre più internazionale del comovimento dei costi del lavoro

Da due decenni l'andamento dei costi del lavoro nei vari paesi è caratterizzato da una sempre maggiore sincronia. Questa tendenza generale è corroborata dal crescente peso statistico dell'aumento dei CLUP a livello mondiale per spiegare l'aumento dei CLUP nei singoli paesi, tendenza misurata da R^2 in una regressione mobile per 15 paesi dal 2° trimestre 1995 al 4° trimestre 2016 (grafico IV.B, diagramma di sinistra). I valori R^2 sono misurati utilizzando il metodo della "stacked regression" per paese. Tali valori R^2 sono quasi raddoppiati, passando da circa il 12% all'inizio del periodo campione a circa il 22% alla fine di tale periodo. L'unica battuta d'arresto in questo andamento si è verificata poco tempo dopo la GFC, che ha avuto effetti diversi sui mercati del lavoro in tutto il mondo.

La crescente rilevanza dei CLUP *globali* è evidenziata dai valori R^2 dei singoli paesi nei due sottocampioni 2° trimestre 1995-4° trimestre 2005 e 1° trimestre 2006-4° trimestre 2016 (diagramma centrale). La capacità esplicativa della relazione statistica è aumentata per tutti i paesi, in alcuni casi in maniera abbastanza significativa.

Questo comovimento a valenza sempre più internazionale dei CLUP dipende probabilmente dalla maggiore integrazione economica. La globalizzazione economica ha favorito una maggiore sostituibilità tra i vari paesi non solo

I costi del lavoro sono sempre più influenzati dagli sviluppi mondiali

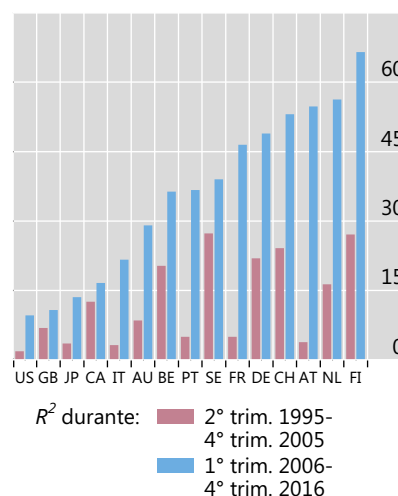
Valori percentuali

Grafico IV.B

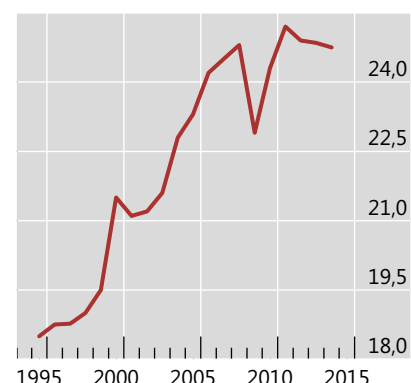
L'aumento dei CLUP globali all'origine di una maggiore quota dell'aumento dei CLUP nazionali¹



Maggior comovimento tra i vari paesi^{1, 2}



Valore aggiunto nelle esportazioni lorde mondiali³



¹ R^2 calcolato in base alla stima della "stacked regression" per paese $\widehat{ulc}_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \widehat{ulc}_{f,t} + \varepsilon_{i,t}$, dove $\widehat{ulc}_{i,t}$ è pari all'aumento trimestrale di CLUP in termini reali nel paese i e $\widehat{ulc}_{f,t}$ è pari alla misura globale definita come media dell'aumento dei CLUP in termini reali negli altri paesi ponderata per gli scambi commerciali a valore aggiunto; la variazione temporale rispecchia l'utilizzo di una finestra temporale mobile di dieci anni. Il campione comprende i 15 paesi indicati nel diagramma centrale. ² Valori R^2 dei singoli paesi per i sottocampioni utilizzati. ³ In base alla banca dati World Input-Output, 2013 e 2016.

Fonti: R. Johnson e G. Noguera, "A portrait of trade in value added over four decades", *The Review of Economics and Statistics* (di prossima pubblicazione); J. Powell, "The global trade slowdown and its implications for Emerging Asia", discorso pronunciato alla CPBS 2016 Pacific Basin Research Conference, San Francisco, 18 novembre 2016; OCSE, *Economic Outlook*; stime BRI.

dei prodotti e servizi intermedi e finali ma anche dei lavoratori. In particolare, la rapida espansione delle catene di valore mondiali registrata negli ultimi decenni si è tradotta in una maggiore competitività in materia di formazione dei prezzi e dei salari tra i vari paesi (diagramma di destra)^①. Nel caso dell'occupazione, ciò ha significato una maggiore esposizione alla concorrenza internazionale, direttamente attraverso gli scambi commerciali e indirettamente tramite la minaccia di delocalizzazione della produzione in altri paesi nelle catene di produzione internazionali.

^① Per una rassegna della letteratura, cfr. D. Acemoğlu e D. Autor "Skills, tasks and technologies: implications for employment and earnings", *Handbook of Labor Economics*, Capitolo 4 (parte B), Elsevier, novembre 2011.

Riduzione dei bilanci delle banche centrali

Le banche centrali sono confrontate a numerose sfide in materia di riduzione dei bilanci. Il presente riquadro approfondisce il testo principale prendendo in considerazione due questioni che possono contribuire a definire le strategie di riduzione dei bilanci: l'obiettivo finale, in particolare l'obiettivo in materia di dimensione e composizione dei bilanci, e l'approccio riguardante l'impatto degli aggiustamenti di bilancio sulle condizioni finanziarie.

L'obiettivo finale: dimensione e composizione dei bilanci delle banche centrali

Prima della GCF, la dimensione dei bilanci delle banche centrali era soprattutto determinata da due fattori: dal lato dell'attivo, era definita dal livello desiderato delle riserve valutarie; dal lato del passivo, dal livello di liquidità richiesto dal pubblico e dai saldi dei conti di riserva delle banche presso la banca centrale, due elementi considerati come fattori autonomi da assecondare passivamente. In assenza di ingenti riserve valutarie ufficiali, il bilancio delle banche centrali era piuttosto ridotto poiché le richieste di liquidità erano limitate e il controllo dei tassi ufficiali non rendeva necessarie ampie disponibilità sui conti di riserva. Di fatto, in quei paesi dove le banche centrali non prevedevano una riserva obbligatoria, come in Canada, le disponibilità di riserve ufficiali erano trascurabili^①.

Dopo la crisi, la dinamica economica che sottende le dimensioni dei bilanci delle banche centrali non è fondamentalmente cambiata. Indubbiamente, vi possono essere ragioni per le quali le banche centrali operano con bilanci più ampi di prima. Le autorità possono ritenere opportuno allargare l'accesso alle istituzioni non bancarie oppure continuare a fissare i tassi di interesse adottando un "floor system" (tramite il tasso sulle operazioni di deposito per il saldo delle riserve libere) piuttosto che un sistema di corridoio dei tassi. Le autorità possono anche decidere di aumentare l'offerta di attività liquide a disposizione delle banche. Nessuna di queste decisioni, tuttavia, rende necessario un significativo aumento dei bilanci. Nel caso del "floor system", ad esempio, questo sistema può funzionare con un modesto ammontare di riserve libere e i titoli di Stato a breve possono essere considerati validi succedanei dei conti di riserva quali attività liquide sicure. Poiché l'ampiezza dei bilanci solleva difficoltà (ad esempio di natura economico-politica) e limita il futuro margine di manovra, non sorprende che le banche centrali stiano valutando quali strategie adottare per normalizzare le dimensioni dei loro bilanci, tenendo conto delle caratteristiche specifiche di ogni paese e in funzione delle circostanze.

Dal lato dell'attivo, la composizione del bilancio auspicata dalla banca centrale dipende in larga misura da fattori strutturali e da prospettive di natura filosofica. Le riserve valutarie assumono maggiore importanza per i paesi a moneta non di riserva, in particolar modo per le economie avanzate e aperte di piccole dimensioni, nonché per le EME. Un'altra questione fondamentale riguarda la distinzione tra le attività nei confronti del settore privato e quelle verso il settore pubblico. In alcuni paesi, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, da tempo le banche centrali preferiscono detenere attività soltanto verso il settore pubblico; in altri paesi, come in alcune economie europee, le banche centrali hanno preferito detenere attività del settore privato. Tali preferenze dipendono da ciò che preoccupa maggiormente le rispettive banche centrali, e cioè il rischio di esercitare un'influenza sull'allocazione del credito nel settore privato, da una parte, e il rischio di essere considerate all'origine di finanziamenti del settore pubblico, dall'altra. Nell'area dell'euro vi è un altro timore significativo, quello di incoraggiare involontariamente trasferimenti tra i paesi membri, il che equivale essenzialmente a una decisione in materia di bilancio.

Il periodo di transizione: canali di trasmissione e strategie di riduzione dei bilanci

L'evidenza empirica conferma l'opinione generale secondo cui gli acquisti di attività su vasta scala hanno avuto un notevole impatto sui rendimenti e sulle condizioni finanziarie^②. Allo stesso tempo, non è del tutto chiaro quali siano stati i canali attraverso cui è avvenuta la trasmissione e ciò può influenzare le scelte di strategia in materia di riduzione dei bilanci.

Si può fare una prima distinzione tra l'impatto degli acquisti di attività in quanto tali, da una parte, e le informazioni che questi trasmettono sull'evoluzione futura dei tassi ufficiali ("canale di segnalazione"), dall'altra. Il primo si trasmette soprattutto tramite i premi a termine e le seconde attraverso l'andamento atteso dei tassi a breve (cfr. anche il Riquadro II.A).

La presenza di canali di segnalazione rilevanti rende più complessa la comunicazione e tende a far preferire strategie più passive di riduzione del bilancio, annunciate in anticipo e in linea di principio non reattive alle condizioni economiche. Adottando tali strategie, le banche centrali realizzerebbero una riduzione di fatto dei loro bilanci con il "pilota automatico", annunciando preventivamente un dato percorso di riduzione della dimensione del bilancio. Per quanto riguarda il ritmo di tale processo, si potrebbe prevedere, ad esempio, una tempistica prefissata di progressiva riduzione dei reinvestimenti e uscita dal bilancio dei titoli in scadenza. Ciò limiterebbe

qualsiasi effetto segnaletico al momento dell'annuncio, così che, in seguito, la banca centrale comunicherebbe il suo orientamento solo attraverso la variazione dei tassi ufficiali. L'adozione di una comunicazione più chiara avviene a prezzo di una minore flessibilità di reazione al mutare delle condizioni economiche, prezzo che le banche centrali potrebbero essere disposte a pagare, specialmente se una strategia più attiva sembri avere conseguenze imprevedibili (si veda il testo principale). A costo di ridurre l'effetto "pilota automatico", nella strategia potrebbero essere comprese clausole di salvaguardia per evitare un'eccessiva rigidità del processo e rafforzare la credibilità. La Federal Reserve, ad esempio, pare avere scelto una strategia di questo tipo.

Una seconda distinzione da introdurre è quella tra gli effetti di stock e quelli di flusso. La maggioranza degli economisti ritiene che, in materia di prezzi delle attività, gli stock abbiano maggiore rilevanza: in un dato momento, gli investitori devono essere soddisfatti dei loro portafogli, altrimenti i prezzi subiranno aggiustamenti. In particolare, la duration dei titoli detenuti dalle banche centrali assume particolare rilevanza per i premi a termine^③. Analogamente, la relativa scarsità di un dato tipo di titoli può incentivare gli investitori ad acquistare attività con una duration più lunga e un rischio di credito maggiore^④. Allo stesso tempo, è anche possibile che i flussi rivestano una certa importanza, opinione sempre più diffusa tra gli operatori di mercato. In tal caso, l'equilibrio tra gli acquisti e le vendite effettive in un dato momento assume un'importanza cruciale.

I timori per gli effetti di flusso spingerebbero le banche centrali a prestare più attenzione alla modulazione delle transazioni effettive e giustificerebbero l'introduzione di una strategia graduale. Gli squilibri negli ordini potrebbero assumere maggiore importanza poiché, in media, il 24% di tutti i titoli pubblici detenuti dalle banche centrali giungerà a scadenza nei prossimi due anni (tabella IV.1). È quindi necessario evitare variazioni improvvise di entità significativa ("cliff effect") legate all'elevata aggregazione dei profili per scadenze dei portafogli. Allo stesso modo, si presterebbe maggiore attenzione alla tempistica delle emissioni di titoli di Stato. Poiché gli stock, inoltre, presentano una volatilità molto minore dei flussi, se le banche centrali desiderano evitare importanti correzioni dei rendimenti, esse tenderanno a preferire un ritmo di riduzione dei bilanci più graduale (per esempio riducendo progressivamente i reinvestimenti piuttosto che interrompendoli bruscamente).

È necessario introdurre una terza distinzione tra l'impatto degli annunci e le effettive transazioni. Anche se ci si pone unicamente nell'ottica degli stock, quale elemento ha maggiore importanza, gli stock effettivamente presenti in un dato momento o le aspettative dei mercati al riguardo? È verosimile che entrambi i fattori ricoprano un ruolo. Detto ciò, l'evidenza empirica e quella formale indicano che gli annunci sono piuttosto rilevanti. Quando, ad esempio, le banche centrali hanno allentato la politica monetaria, è capitato spesso che sorprendessero i mercati con interventi di più vasta portata rispetto alle aspettative, esercitando quindi un maggiore impatto sui rendimenti. Nella misura in cui, nella fase di riduzione del suo bilancio, una banca centrale sceglie di adottare una strategia di tipo più passivo, converrebbe informare con regolarità i mercati sull'evoluzione dei motivi di una data strategia e sulle implicazioni dei nuovi dati economici; ciò consentirebbe di assicurarsi che i mercati siano adeguatamente preparati quando le misure saranno attuate e attenuerebbe i rischi di bruschi aggiustamenti dei prezzi.

La composizione delle attività detenute in portafoglio richiede considerazioni aggiuntive. Un aspetto da considerare riguarda la struttura per scadenze: più la scadenza è lunga, più il processo di riduzione dei bilanci delle banche centrali dovrà essere lungo. La vita residua media dei titoli pubblici detenuti dalle banche centrali differisce ampiamente, andando da cinque anni in Svezia a dodici anni nel Regno Unito (tabella IV.1). Un'altra questione riguarda la distinzione tra le attività a favore del settore privato e quelle verso il settore pubblico. La Federal Reserve, ad esempio, detiene attualmente circa \$1 500 miliardi di titoli garantiti da mutui ipotecari (mortgage-backed securities) che giungono a scadenza tra il 2040 e il 2048. Le attività verso il settore privato hanno storicamente rappresentato solo una modesta quota del bilancio della Federal Reserve. Nel caso dell'Eurosistema, le questioni riguardanti la liquidità di mercato dei titoli pubblici e delle obbligazioni societarie di alcuni paesi potrebbero risultare particolarmente importanti, data l'elevata quota di titoli detenuti dalle banche centrali.

① Cfr. ad esempio U. Bindseil, "Evaluating monetary policy operating frameworks", negli atti del simposio di Jackson Hole, organizzato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, agosto 2016. ② Le indagini sugli effetti delle politiche monetarie non convenzionali comprendono C. Borio e A. Zabai, "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", in R. Lastra e P. Conti-Brown (a cura di), *Research Handbook on Central Banking*, Edward Elgar Publishing, 2017; e S. Bhattarai e C. Neely, "A survey of the empirical literature on US unconventional monetary policy", *Federal Reserve Bank of St Louis Working Paper*, n. 2016-021A, ottobre 2016. ③ Cfr. ad esempio R. Greenwood e D. Vayanos, "Bond supply and excess bond returns", *The Review of Financial Studies*, vol. 27, n. 3, 2014; e B. Sack, "The SOMA portfolio at \$2.654 trillion", Federal Reserve Bank di New York, intervento in occasione del Money Marketmakers della New York University, New York City, 20 luglio 2011. ④ Cfr. ad esempio l'analisi sul canale di ribilanciamento dei portafogli in B. Bernanke, "The economic outlook and monetary policy", negli atti del simposio di Jackson Hole, organizzato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, agosto 2010.

L'impatto sulle finanze pubbliche delle variazioni di tassi di interesse a fronte di ampi bilanci delle banche centrali

Gran parte dell'attenzione si è focalizzata sull'impatto sui rendimenti obbligazionari delle variazioni degli acquisti su larga scala di titoli di Stato effettuati dalle banche centrali, mentre le conseguenze sui costi di finanziamento dei governi sono state di rado prese in considerazione. Purtroppo, qualora tali variazioni siano di portata sufficientemente ampia, l'impatto può essere considerevole. Ciò, a sua volta, potrebbe avere notevoli implicazioni macroeconomiche, in particolar modo nelle economie con un elevato rapporto debito/PIL.

La ragione principale è semplice. Se ci si pone nell'ottica del bilancio consolidato del settore pubblico (cioè un bilancio che compensa le attività e le passività tra la banca centrale e lo Stato), gli acquisti su larga scala di attività finanziarie equivalgono a una riduzione della duration nel mercato: è come se il governo sostituisse i titoli di debito a lungo termine (la quantità acquistata dalla banca centrale) con titoli di debito a brevissimo termine (le passività che la banca centrale emette per finanziare gli acquisti)^①. Poiché di solito tali passività assumono la forma di riserve libere detenute dalle banche, esse sono equivalenti a titoli di debito indicizzati ai tassi overnight^②. Ciò accresce la sensibilità dei costi di indebitamento netti delle amministrazioni pubbliche all'aumento dei tassi.

Quale può essere la portata di tale impatto? Un calcolo approssimativo può aiutare a chiarire il contesto. Per semplificare, si ipotizzi che, al momento di un aumento dei tassi ufficiali, tutti i titoli di Stato detenuti dalla banca centrale abbiano una vita residua di almeno due anni (ossia nessun titolo è in scadenza entro tale periodo) e la banca centrale non proceda a nessun altro acquisto di titoli^③. Si supponga inoltre che tali titoli di Stato siano stati emessi con un tasso di interesse fisso. Ciò significa che a un incremento del costo di remunerazione delle riserve libere (che varia in linea con il tasso ufficiale) non corrisponderà un incremento dell'interesse sui titoli di Stato detenuti dalla banca centrale. Se, nell'ipotesi presa in esame, le riserve libere sono pari, per esempio, al 10% del totale dei titoli di Stato in essere, ogni incremento dei tassi dell'1% determinerebbe un aumento degli interessi corrisposti dello 0,1% dello stock di debito.

Le conseguenze possono essere particolarmente rilevanti qualora il livello delle riserve libere e del debito pubblico sia elevato. Ad esempio, se le riserve libere presso la banca centrale fossero pari al 50% del debito pubblico in essere, un aumento dei tassi di 200 punti base equivarrebbe all'1% del debito pubblico. Se gli interessi sul debito pubblico fossero pari, in media, al 2%, ciò equivarrebbe a un incremento del 50% sui costi di finanziamento del debito. Qualora, inoltre, il rapporto debito/PIL fosse pari al 100%, ciò si tradurrebbe con una corrispondenza diretta in un calo di punti percentuali del PIL.

Fino a che punto tale esempio è indicativo? È necessario prendere in considerazione un certo numero di fattori. In primo luogo, le banche centrali acquistano continuamente titoli di Stato per finanziare la normale espansione del bilancio derivante dagli incrementi delle riserve obbligatorie e dalla domanda di liquidità da parte del pubblico. I rapidi calcoli effettuati sopra sono validi solo per le variazioni di acquisti realizzati dalla banca centrale con lo scopo preciso di influenzare le condizioni finanziarie. In secondo luogo, l'aumento dei costi di finanziamento è *transitorio*. Supponendo che il bilancio abbia una data dimensione, la banca centrale dovrà reinvestire i proventi di tutti i titoli di Stato in scadenza e lo farà a un tasso di interesse più elevato (per tutte le scadenze). Di conseguenza, nel tempo, con il rinnovo dello stock iniziale di obbligazioni, gli interessi più elevati percepiti sui nuovi titoli di Stato compenseranno il costo di finanziamento più elevato. Inoltre, gli acquisti di titoli pubblici accorceranno la scadenza media del debito in essere detenuto dal pubblico e ridurranno quindi gli oneri totali per interessi pagati dallo Stato nel lungo periodo a condizione che la curva dei rendimenti abbia un'inclinazione positiva. In terzo luogo, le norme che disciplinano i trasferimenti di profitti della banca centrale e le convenzioni contabili possono rendere difficoltosa la valutazione della portata di tale impatto. Infine, la banca centrale può decidere di compensare una parte dei costi aggiuntivi abbassando la remunerazione media delle riserve obbligatorie, sia aumentando la riserva obbligatoria non remunerata sia applicando tassi differenziali sui saldi in eccesso (per esempio un tasso zero su una quota dei saldi in eccesso).

La tabella IV.1 fornisce un'idea della relativa sensibilità dei costi di finanziamento degli Stati agli aumenti dei tassi per alcune banche centrali che hanno avviato programmi di acquisti di attività su vasta scala. Prendendo in considerazione unicamente il debito delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL, l'impatto sarà probabilmente più rilevante in Giappone e minimo in Svezia. Considerando le riserve libere in percentuale del debito delle amministrazioni pubbliche, l'impatto sarebbe minore negli Stati Uniti e maggiore in Giappone. Il Regno Unito, l'area dell'euro e la Svezia si situano tra questi due estremi. In base alla scadenza media attuale dei titoli pubblici iscritti nel bilancio delle banche centrali, gli effetti transitori sarebbero maggiori e più duraturi nel Regno Unito e minori e di più breve durata in Svezia, mentre si situerebbero tra questi due estremi negli altri paesi.

① Cfr. ad esempio C. Borio e P. Disyatat, "Unconventional monetary policies: an appraisal", *The Manchester School*, vol. 78, n. 1, settembre 2010; J. S. Chadha, P. Turner e F. Zampolli, "The ties that bind: monetary policy and government debt management", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 29, dicembre 2013. ② Le banche centrali possono anche esercitare un'influenza sulle condizioni di finanziamento scambiando obbligazioni con scadenze diverse nel loro portafoglio senza emettere titoli o creare riserve, come ha fatto la Federal Reserve con la manovra detta Operation Twist alla fine del 2011 e nel 2012. ③ In alternativa, si può ipotizzare che la banca centrale non reinvesta i proventi dei titoli di Stato in scadenza e non cerchi di evitare che la scadenza media del suo portafoglio di obbligazioni sia automaticamente ridotta.

Note di chiusura

- ¹ Cfr. R. Freeman, "Labor economics," *Palgrave Encyclopaedia of Economics*, 2005.
- ² Cfr. L. Karabarbounis e B. Neiman, "The global decline of the labor share", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n. 1, 2014.
- ³ Sulla differenza d'impatto che l'automazione ha avuto sui salari dei lavoratori qualificati e non, cfr. ad esempio M. Elsby, B. Hobijn e A. Sahin, "The decline of the US labor share", *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno 2013; e OCSE "The labour share in G20 economies", febbraio 2015. Sul possibile ruolo preponderante delle imprese che dominano il mercato nell'influenzare la quota del reddito da lavoro, cfr. D. Autor, D. Dorn, L. Katz, C. Patterson e J. Van Reenen, "The fall of the labor share and the rise of superstar firms", *NBER Working Papers*, n. 23396, maggio 2017. Per un approfondimento dei potenziali fattori in gioco, dalle questioni istituzionali ai problemi di misura, cfr. ad esempio FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2017.
- ⁴ Cfr. D. Staiger, J. Stock e M. Watson, "Prices, wages and the US NAIRU in the 1990s", in A. Krueger e R. Solow (a cura di), *The roaring 90s: can full employment be sustained?*, Russell Sage and Century Fund, 2001.
- ⁵ Cfr. l'articolo di R. Bidder, "Are wages useful in forecasting price inflation?", *Economic Letter*, Federal Reserve Bank di San Francisco, n. 33, 2015.
- ⁶ Cfr. J. Stock e M. Watson, "Phillips curve inflation forecasts", in *Understanding inflation and the implications for monetary policy: a Phillips curve retrospective*, Federal Reserve Bank di Boston, 2009.
- ⁷ Cfr. ad esempio S. Aaronson, T. Cajner, B. Fallick, F. Galbis-Reig, C. Smith e W. Wascher, "Labor force participation: recent developments and future prospects", *Brookings Panel on Economic Activity*, settembre 2014; e US Council of Economic Advisers, "The labor force participation rate since 2007: causes and policy implications", luglio 2014.
- ⁸ Cfr. ad esempio M. Daly e B. Hobijn, "Downward nominal wage rigidities bend the Phillips curve", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 46, n. 2, 2014.
- ⁹ Cfr. D. Blanchflower e S. Machin, "The current 2% UK wage growth norm", *CEP Real Wage Update*, marzo 2016.
- ¹⁰ Cfr. R. Auer, C. Borio e A. Filardo, "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, n. 602, gennaio 2017.
- ¹¹ Cfr. il Capitolo IV dell'86^a *Relazione annuale* per un'analisi più dettagliata della misura del tasso naturale.
- ¹² Le stime del tasso naturale dipendono dalla metodologia utilizzata. Per evidenze empiriche a livello internazionale, cfr. ad esempio K. Holston, T. Laubach e J. Williams, "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", *Journal of International Economics*, di prossima pubblicazione; e J. Hamilton, E. Harris, J. Hatzius e K. West, "The equilibrium real funds rate: past, present, and future", *Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy Working Papers*, n. 16, ottobre 2015. Per una serie di stime negli Stati Uniti, cfr. C. Borio, P. Disyatat, M. Drehmann e M. Juselius, "Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates", *BIS Working Papers*, n. 569, luglio 2016. Sono anche state messe in evidenza le incertezze relative a tali stime, per esempio da B. Johannsen e E. Mertens, "The expected real interest rate in the long run: time series evidence with the effective lower bound", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, febbraio 2016; e J. Hamilton et al., op. cit.
- ¹³ Per ulteriori dettagli cfr. l'analisi in proposito contenuta nell'86^a *Relazione annuale*.
- ¹⁴ Questo è uno degli aspetti del canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria. Cfr. C. Borio e H. Zhu "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, 2012 (pubblicato anche in *BIS Working Papers*, n. 268, dicembre 2008) e H. S. Shin e T. Adrian "Financial intermediaries, financial stability and monetary policy", in *Maintaining stability in a changing financial system*, atti del simposio di Jackson Hole della Federal Reserve Bank di Kansas City, 2008.
- ¹⁵ Cfr. H. S. Shin, "How much should we read into shifts in long-dated yields?", discorso pronunciato presso l'US Monetary Policy Forum, New York City, 3 marzo 2017.

- ¹⁶ Per la Federal Reserve, cfr. "FOMC statement on policy normalization principles and plans", 17 settembre 2014; e "Minutes of the Federal Open Market Committee", 17-18 marzo 2015. Per la BCE, cfr. M. Draghi, "Monetary policy and the economic recovery in the euro area", discorso pronunciato in occasione della XVIII conferenza The ECB and Its Watchers, Francoforte, 6 aprile 2017; e B. Coeuré, "Central bank communication in a low interest rate environment", discorso pronunciato a un evento organizzato da Bruegel, Bruxelles, 31 marzo 2017. Per la Bank of England, cfr. "The MPC's asset purchases as Bank Rate rises", *Inflation Report*, novembre 2015.
- ¹⁷ Cfr. L. Pereira da Silva e P. Rungcharoenkitkul, "QE experiences and some lessons for monetary policy: defending the important role central banks have played", Eurofi High-Level Seminar, Malta, 5-7 aprile 2017; C. Borio e A. Zabai, "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", in R. Lastra e P. Conti-Brown (a cura di), *Research Handbook on Central Banking*, Edward Elgar Publishing, 2017; e A. Filardo e J. Nakajima, "Cross-country macro evidence on the effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.
- ¹⁸ Cfr. Q. Chen, M. Lombardi, A. Ross e F. Zhu, "Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison", *BIS Working Papers*, n. 610, febbraio 2017; Q. Chen, A. Filardo, D. He e F. Zhu, "Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers", *Journal of International Money and Finance*, n. 67, 2016; e B. Hofmann ed E. Takáts, "Gli effetti di propagazione internazionale delle politiche monetarie", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ¹⁹ Cfr. H. S. Shin, "The bank/capital markets nexus goes global", discorso pronunciato alla London School of Economics and Political Science, 15 novembre 2016.
- ²⁰ Cfr. A. Filardo e B. Hofmann, "La forward guidance in presenza di tassi ufficiali prossimi allo zero", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ²¹ Cfr. l'85ª Relazione annuale per un'analisi dei problemi legati all'azione collettiva in materia di politica monetaria internazionale.

V. Il settore finanziario: prepararsi al futuro

Il settore finanziario si confronta con un contesto in miglioramento, ma tuttora non privo di sfide. Le prospettive a breve termine sono considerevolmente migliorate e in numerose economie avanzate gli ostacoli che caratterizzavano il settore finanziario si sono trasformati in elementi favorevoli. Tuttavia, la sostenibilità della crescita rimane incerta a fronte di sfide di natura strutturale, quali l'innovazione tecnologica e le spinte al consolidamento. Inoltre, nelle principali economie i tassi di interesse e i premi a termine rimangono bassi, schiacciando i margini di intermediazione.

In questo contesto, in cui stanno per essere completate le principali riforme regolamentari, è importante che le banche e le altre istituzioni finanziarie approfittino del miglioramento delle condizioni per rafforzare ulteriormente la loro capacità di tenuta e per rivedere i loro modelli di business, con l'obiettivo finale di giungere a un sistema finanziario più solido, in grado di favorire la resilienza dell'economia mondiale. Ciò richiede un impegno continuo da parte dei settori pubblico e privato.

Dopo aver passato in rassegna i recenti sviluppi nei settori bancario, assicurativo e dell'asset management, questo capitolo analizza in che modo le banche stanno adeguando i loro modelli di business in reazione alle principali tendenze che interessano il settore finanziario. Viene infine esaminata la mutata configurazione della provvista in dollari statunitensi e le sue implicazioni sui modelli operativi delle banche e sul rischio sistemico.

Istituzioni finanziarie: si placano i venti contrari

Settore bancario

Negli ultimi anni la redditività del settore bancario è stata frenata da una crescita economica debole, da bassi tassi di interesse e da un'attività relativamente modesta della clientela. Tuttavia, in un contesto in cui la ripresa mondiale sta raggiungendo la sua fase matura e le autorità monetarie delle principali giurisdizioni sono sul punto di attuare gradualmente inasprimenti delle loro politiche, le prospettive per gli utili bancari stanno migliorando. È quindi necessario che le banche usino "i dividendi della crescita" rivenienti dal venir meno delle condizioni avverse per portare a termine l'adeguamento dei loro modelli di business alla realtà post-crisi.

Fattori congiunturali hanno continuato a frenare la redditività, sebbene con un impatto disomogeneo tra le regioni. L'utile netto, ad esempio, è rimasto su livelli molto inferiori a quelli osservati prima della Grande Crisi Finanziaria (GCF). In rapporto alle attività totali, esso ha oscillato intorno a valori nulli in gran parte dei paesi d'Europa ed è stato appena superiore in molte altre giurisdizioni, tra cui alcune importanti economie emergenti (EME). I tassi di interesse bassi e in diminuzione degli ultimi anni avevano eroso i rendimenti delle attività fruttifere. Pur essendo diminuiti anche gli oneri per interessi, la correzione tipicamente più rapida dei prezzi delle attività ha inciso negativamente sul reddito netto da interessi. Anche i ricavi provenienti da commissioni e provvigioni e da altre operazioni sui mercati dei capitali sono rimasti contenuti. Ciò detto, le emissioni di obbligazioni societarie e le attività di fusione e acquisizione (F&A) hanno sostenuto i ricavi delle banche in giurisdizioni come gli Stati Uniti (tabella V.1).

Redditività delle maggiori banche¹

In percentuale delle attività totali

Tabella V.1

	Reddito netto			Reddito netto da interessi			Commissioni e provvigioni ²			Accantonamenti per perdite su crediti		
	2012-14	2015	2016	2012-14	2015	2016	2012-14	2015	2016	2012-14	2015	2016
Principali EA												
Giappone (5)	0,61	0,60	0,52	0,79	0,74	0,68	0,46	0,46	0,45	0,03	0,02	0,06
Stati Uniti (10)	1,12	1,40	1,36	2,27	2,24	2,25	1,31	1,24	1,15	0,26	0,23	0,28
Area dell'euro												
Francia (4)	0,25	0,42	0,42	0,87	0,85	0,84	0,35	0,39	0,36	0,18	0,15	0,13
Germania (4)	0,12	-0,12	0,03	0,92	1,01	0,97	0,62	0,70	0,68	0,14	0,08	0,11
Italia (4)	-0,46	0,29	-0,67	1,46	1,30	1,21	0,88	0,85	0,84	1,06	0,51	0,99
Spagna (6)	0,06	0,57	0,53	1,97	2,04	2,03	0,67	0,64	0,66	1,18	0,65	0,51
Altre EA												
Australia (4)	1,24	1,25	1,17	1,78	1,62	1,73	0,43	0,38	0,39	0,16	0,10	0,15
Canada (6)	1,05	0,97	0,97	1,63	1,51	1,54	0,72	0,72	0,72	0,17	0,15	0,18
Regno Unito (6)	0,26	0,27	0,22	1,06	1,25	1,15	0,49	0,49	0,44	0,26	0,15	0,15
Svezia (4)	0,73	0,80	0,78	0,91	0,88	0,87	0,44	0,52	0,51	0,07	0,06	0,07
Svizzera (3)	0,23	0,17	0,11	0,70	0,88	0,78	1,31	1,48	1,40	0,01	0,02	0,01
EME												
Brasile (3)	1,57	0,67	1,99	3,33	2,09	3,22	1,82	1,76	1,86	1,24	1,62	1,65
Cina (4)	1,65	1,50	1,34	2,41	2,30	1,92	0,61	0,57	0,53	0,28	0,42	0,41
Corea (5)	0,62	0,60	0,63	1,92	1,72	1,67	0,41	0,40	0,36	0,47	0,35	0,27
India (2)	1,67	1,57	0,56	2,64	2,74	2,56	0,76	0,76	0,71	0,47	0,87	1,88
Russia (3)	1,79	0,63	1,86	3,87	2,98	4,44	0,88	0,89	1,04	0,92	1,71	1,30

Numero di banche fra parentesi; la prima colonna per categoria mostra la media semplice corrispondente per il periodo 2012-14.

¹ Il calcolo delle attività totali può differire da una banca all'altra a causa di diverse regole contabili (ad esempio, in merito alla compensazione delle posizioni in derivati). ² Reddito netto da commissioni e provvigioni.

Fonti: SNL; elaborazioni BRI.

Si intravedono adesso segnali del venir meno delle condizioni congiunturali avverse. Nella misura in cui l'attività economica continuerà a rafforzarsi, tassi di interesse più elevati e differenziali a termine più ampi dovrebbero sostenere i margini di intermediazione. L'incremento della domanda di servizi bancari e l'innalzamento dei livelli di capitalizzazione dovrebbero, a loro volta, favorire i volumi di attività e l'espansione dei bilanci. Inoltre, sia la crescita dei ricavi sia le riserve patrimoniali dovrebbero permettere di attutire l'impatto di eventuali perdite per svalutazioni dovute ai tassi di interesse nei portafogli titoli. Il calo dei tassi di interesse nel periodo successivo alla crisi ha allungato la duration dei titoli in essere, rendendo le posizioni non coperte da strumenti a reddito fisso vulnerabili alle perdite mark-to-market (rischio di "snapback"; Capitolo II). Queste pressioni potrebbero essere particolarmente intense in un contesto di inasprimento delle condizioni sui mercati della provvista in dollari USA (si veda oltre).

La capacità delle singole banche di trarre beneficio dal miglioramento delle condizioni macroeconomiche e dal rialzo dei tassi di interesse dipende da un certo

numero di fattori. Tra questi c'è la composizione dell'attivo: la crescita degli utili è trainata dal rinnovo di prestiti e attività a tasso fisso in scadenza e, di conseguenza, dipende dalla quota di attività a tasso fisso rispetto a quelle a tasso variabile. Per quanto riguarda le passività, è noto che la base di depositi è relativamente insensibile ai prezzi. Trattandosi di un'importante fonte di provvista per numerose banche, i costi di finanziamento aumentano generalmente con un certo ritardo rispetto ai tassi di interesse a breve termine. Inoltre, la crescita economica moderatamente più robusta e l'incremento dei tassi tendono ad alimentare l'attività della clientela nelle diverse linee operative. Di fatto, a partire da metà 2016 i ricavi derivanti dalle operazioni sui mercati dei capitali hanno tratto beneficio dall'aumento della volatilità di mercato che si è prodotto in seguito al referendum sulla Brexit e in previsione degli interventi sui tassi ufficiali statunitensi (Capitolo II).

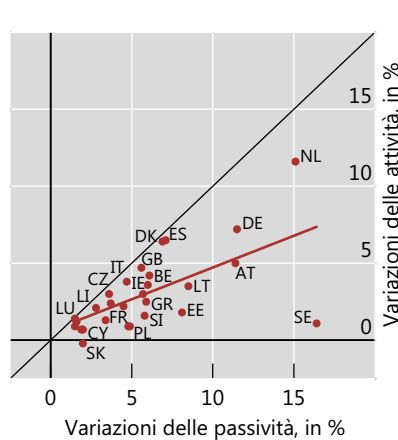
Un altro fattore è rappresentato dalla qualità dell'attivo. In linea generale, essa dovrebbe migliorare in un contesto in cui il PIL cresce, la disoccupazione cala e l'aumento della domanda sostiene le imprese. Secondo le previsioni, nella maggior parte delle economie avanzate ciò dovrebbe contribuire a stabilizzare il livello dei prestiti in sofferenza e, in definitiva, farli calare. Detto ciò, i sistemi bancari di alcune giurisdizioni appaiono ancora vulnerabili a ulteriori deterioramenti della qualità creditizia. In diversi paesi dell'area dell'euro, ad esempio, la quota di prestiti in sofferenza rimane persistentemente alta. Fattori strutturali, come l'inefficacia dei quadri legislativi e il cattivo funzionamento dei mercati secondari dei crediti deteriorati, hanno ostacolato la soluzione del problema delle sofferenze¹.

Le prospettive per la qualità dell'attivo si differenziano maggiormente se si tiene conto della fase del ciclo finanziario in cui si trovano i paesi (Capitolo III). Parametri standard, come i gap credito/PIL, segnalano rischi per la stabilità finanziaria in diverse EME, tra cui la Cina e altre regioni dell'Asia emergente. I gap credito/PIL sono elevati anche in alcune economie avanzate, come il Canada, dove le difficoltà incontrate da un'importante società di credito ipotecario e il declassamento del rating di sei tra le maggiori banche del paese hanno messo in evidenza i rischi connessi all'aumento dell'indebitamento delle famiglie e a un'elevata valutazione degli immobili². Sebbene la quota dei prestiti in sofferenza in tutti questi paesi sia rimasta perlopiù bassa, la maggior parte delle economie emergenti ha continuato a registrare boom finanziari, con effetti lusinghieri sugli indicatori di qualità creditizia. Di conseguenza, i prestiti dovrebbero deteriorarsi quando la tendenza del ciclo finanziario si invertirà. Inoltre, potrebbero affiorare pressioni dovute agli effetti di propagazione dell'inasprimento della politica monetaria statunitense. In alcune economie asiatiche, ad esempio, le imprese non finanziarie hanno approfittato delle condizioni di finanziamento accomodanti a livello mondiale per indebitarsi in dollari statunitensi³. Molte di queste imprese, quindi, potrebbero trovarsi senza copertura ed essere esposte a disallineamenti valutari in caso di deprezzamento della valuta locale. Le eventuali pressioni sui bilanci potrebbero dunque finire per trasmettersi alle esposizioni al rischio di credito delle banche.

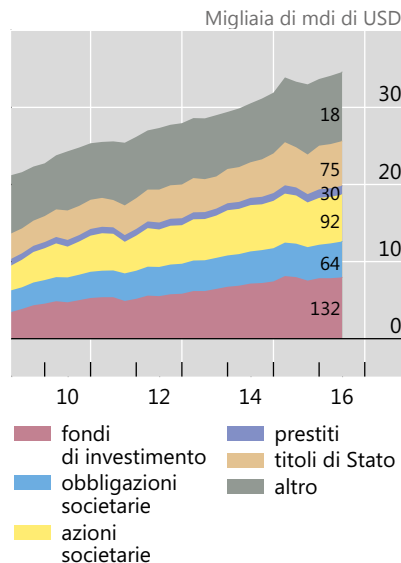
Altri soggetti finanziari

Proprio come le loro omologhe del settore bancario, numerose compagnie assicurative hanno continuato a misurarsi con la compresenza di una ripresa spesso fiacca e di bassi tassi di interesse. I risultati delle società assicurative dipendono dai rendimenti degli investimenti e dal mix di attività, principalmente costituito dal ramo danni e dal ramo vita, oltre che dal peso dei contratti storici a rendimento garantito. Il calo dei tassi di interesse gonfia il valore delle attività e delle passività, ma scadenze

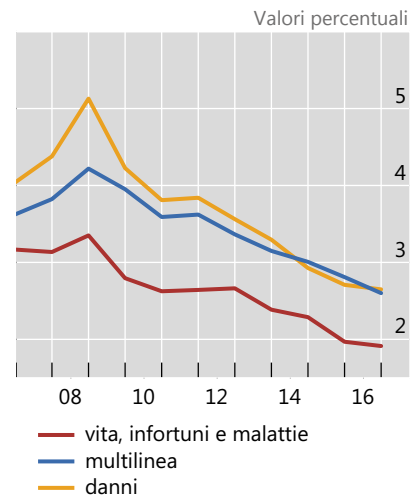
Il calo dei tassi accresce il valore delle attività in misura inferiore rispetto a quello delle passività¹



Spostamento dei portafogli verso fondi comuni di investimento²



Calo dei rendimenti medi degli investimenti³



¹ Impatto di uno scenario di "tassi bassi a lungo" sulla valutazione delle passività e delle attività; cfr. 2016 EIOPA Insurance Stress Test Report, Tabella 5. ² Compagnie assicurative e fondi pensione dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Le cifre indicate in ogni porzione di area mostrano la variazione percentuale cumulata per ogni categoria di portafoglio di attività. ³ Media semplice di un campione di compagnie assicurative europee con almeno \$10 miliardi di attività totali nel 2014.

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System; BCE; European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA); SNL; elaborazioni BRI.

lunghe e gap di duration negativi fanno sì che l'effetto netto sia negativo (grafico V.1, diagramma di sinistra). Ciò, unitamente ai bassi rendimenti degli investimenti, può causare notevoli difficoltà, in particolare per le compagnie assicurative del ramo vita che in passato hanno stipulato polizze a tassi garantiti elevati, come in Germania e nei Paesi Bassi.

Negli ultimi anni le società assicurative – e i fondi pensione – hanno affrontato queste pressioni in diversi modi. Sul fronte delle passività, hanno modificato le loro pratiche di sottoscrizione a favore di contratti con garanzie ridotte o nulle e di prodotti unit-linked, che attribuiscono il rischio di investimento ai detentori delle polizze. Per essere efficaci, tuttavia, questi aggiustamenti possono richiedere tempi piuttosto lunghi. Ad esempio, stando all'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (IAIS), in Germania circa l'80% dei premi assicurativi del ramo vita corrisponde a polizze a tasso garantito stipulate in passato.

Sul fronte delle attività, c'è stata una tendenza alla ricerca di rendimento. L'allocazione di portafoglio si è spostata verso attività più rischiose, spesso tramite organismi di investimento collettivo e in valuta estera (grafico V.1, diagramma centrale). Ad esempio, la quota di azioni di fondi di investimento sulle attività totali del settore è salita dal 16% del 2009 al 23% del 2016, in media, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Anche in questo caso, tenuto conto degli aspetti prudenziali, le modifiche apportate alla composizione dei portafogli di attività non sono state sufficientemente ampie da evitare che i rendimenti degli investimenti continuassero a calare (grafico V.1, diagramma di destra). Complessivamente, tuttavia, nel 2016 diverse compagnie assicurative hanno conseguito profitti, grazie a un aumento dei

premi lordi e al miglioramento delle condizioni (ad esempio, basse perdite per catastrofi naturali) nel ramo danni (tabella V.2).

Sebbene sia molto probabile che la redditività rimanga sotto pressione, le prospettive per i principali mercati assicurativi stanno migliorando. Ciò dovrebbe sostenere la crescita dei premi. Nel ramo vita i volumi dei premi tendono a essere altamente correlati con i livelli di occupazione e il PIL, poiché un'economia più forte fa salire i ricavi. Tassi di interesse più elevati, a loro volta, dovrebbero accrescere il valore delle attività rispetto alle passività, generando plusvalenze e contribuendo ad allentare parzialmente le pressioni sui margini dei prodotti a rendimento garantito. Ciò detto, i rendimenti degli investimenti si adegueranno solo gradualmente, dato che i portafogli continuano a essere fortemente orientati verso strumenti a reddito fisso e numerose società assicurative sono state costrette a rimpiazzare le obbligazioni in scadenza con titoli a più basso rendimento. Inoltre, nel ramo vita, i guadagni aggiuntivi degli investimenti vanno per la maggior parte ai detentori di polizze, a differenza del ramo danni, dove il rischio di investimento e i relativi rendimenti spettano interamente all'assicuratore.

Tuttavia, possono sussistere rischi per la redditività, soprattutto se i mercati deludono le aspettative. Ad esempio, l'aumento delle posizioni in azioni nei portafogli degli assicuratori li espone a correzioni nei mercati azionari e a rischi di eventi estremi (tail risk) (Capitolo II). Un altro rischio può provenire dall'elevata esposizione diretta e indiretta ai fondi di investimento. Negli ultimi anni gli asset manager e altri investitori sensibili al rendimento hanno accresciuto la loro presenza sui mercati delle attività meno liquide o più rischiose, come le obbligazioni societarie (grafico V.2, diagrammi di sinistra e centrale). Dato il peso crescente di queste classi di attività nelle allocazioni di portafoglio, le scelte degli investitori potrebbero mettere alla prova la liquidità di mercato in situazione di stress, la quale dipende dalla disponibilità dei market-maker a far fronte a temporanei squilibri tra domanda e offerta⁴. Indubbiamente, i flussi e i

Redditività delle maggiori compagnie assicurative

Valori percentuali

Tabella V.2

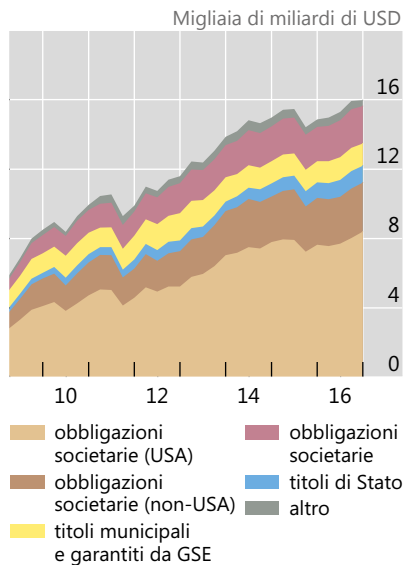
	Ramo danni				Ramo vita			
	Crescita dei premi		Combined ratio ¹		Crescita dei premi		Benefit ratio ¹	
	2012-15	2016	2012-15	2016	2012-15	2016	2012-15	2016
Australia	4,3	-2,7	96,7	98,0	7,6	-11,6	...	...
Francia	1,1	2,0	99,5	99,4	2,0	1,1	89,4	...
Germania ²	2,5	3,3	99,8	98,8	1,3	-1,2	81,2	...
Giappone	4,4	-1,2	99,4	97,9	2,8	-6,2	...	...
Paesi Bassi	0,1	...	99,0	...	-9,4	0,8	143,7	...
Regno Unito	0,2	3,0	95,6	96,6	1,2	3,0	...	...
Stati Uniti	3,9	3,8	99,0	101,0	0,5	3,4	85,5	89,7

La prima colonna per categoria mostra la media semplice corrispondente per il periodo 2012-15.

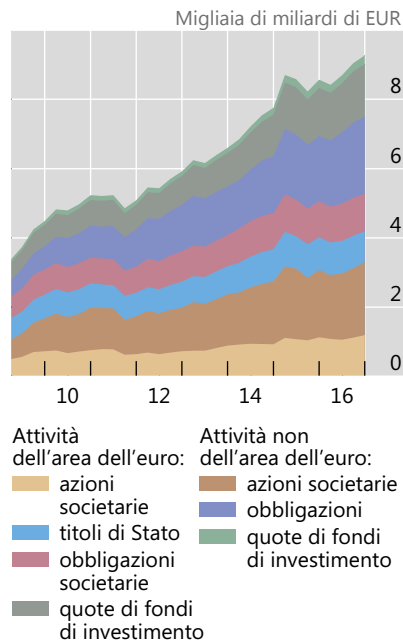
¹ Il combined ratio è definito come il rapporto fra le perdite e le spese incorse e il totale dei premi raccolti; il benefit ratio è definito come il rapporto tra il totale dei pagamenti e i premi contabilizzati; valori inferiori a 100 indicano profitti gestionali. ² Cifre stimate per il 2015 e 2016.

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

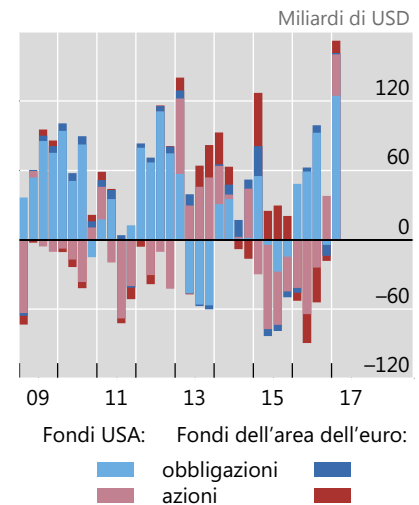
I fondi statunitensi sono esposti alle azioni USA, ma anche l'esposizione al reddito fisso aumenta¹



In rialzo le esposizioni estere dei fondi dell'area dell'euro²



Ampie oscillazioni dei fondi azionari e obbligazionari³



GSE = government-sponsored enterprise; FI = fondi di investimento.

¹ Fondi comuni USA (esclusi i fondi monetari) ed exchange-traded fund. ² Fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi monetari). ³ Somme trimestrali dei dati mensili. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL e PT).

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System; BCE; EPFR; elaborazioni BRI.

deflussi netti che hanno interessato i fondi di investimento sono stati molto volatili, come durante l'ondata di vendite nel mercato obbligazionario denominata "taper tantrum" del 2013 (grafico V.2, diagramma di destra). Le spinte ai riscatti che ne derivano possono generare "esternalità da vendite forzate" che inciderebbero negativamente sul reddito da investimenti delle compagnie assicurative sia direttamente, attraverso le loro posizioni nei fondi di investimento, sia indirettamente, attraverso eventuali impatti sui prezzi di mercato.

Modelli di business delle banche: la ricerca di profitti sostenibili

In seguito alla Grande Crisi Finanziaria le banche sono state messe sotto pressione dalla necessità di trasformare i loro modelli di business. Sono stati fatti progressi degni di nota nella diversificazione sia dei flussi di reddito sia del mix di raccolta, parallelamente alla riduzione del grado di leva finanziaria in bilancio. Tuttavia, le valutazioni di mercato di molte banche indicano che gli investitori sono ancora scettici. Per poter generare dei profitti sostenibili è quindi necessario che il settore continui ad adeguarsi.

Segni di miglioramento, ma lo scetticismo persiste

In seguito alla crisi i modelli di business delle banche di tutto il mondo sono stati messi in discussione. Oltre alla difficile situazione congiunturale (cfr. sopra), le banche hanno subito le pressioni sia del mercato sia degli organi di regolamentazione per aumentare i livelli di capitalizzazione, spesso in modo incisivo, e ridurre il grado di leva finanziaria (grafico V.3, diagramma di sinistra). Nel complesso, la transizione verso coefficienti patrimoniali più elevati (basati sul rischio e non basati sul rischio) sta per terminare ed è stata realizzata principalmente mediante gli utili non distribuiti. La maggior parte delle banche monitorate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria soddisfa già, a regime, i requisiti previsti da Basilea 3. Le maggiori banche con operatività internazionale segnalano, in media, un coefficiente patrimoniale per il Common Equity Tier 1 (CET1) pari a quasi il 12% e un indice di leva finanziaria del 5,6%.

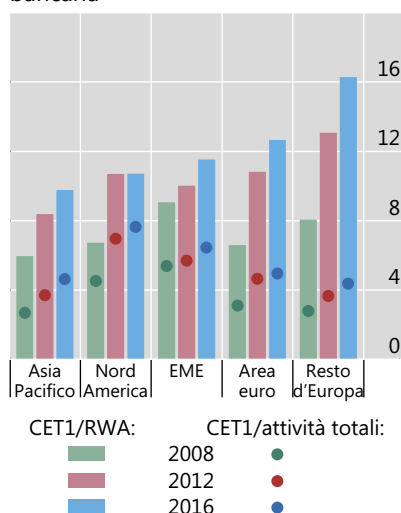
Due altre principali tendenze hanno caratterizzato l'adeguamento delle banche al contesto post-crisi. La prima riguarda il mix di raccolta: in linea generale le banche hanno ridotto la loro dipendenza dalla provvista all'ingrosso a breve termine (non garantita) e aumentato quella dalla provvista al dettaglio, come i depositi della clientela. Ciò è avvenuto nel quadro di un più ampio spostamento verso modelli di business maggiormente orientati alla clientela al dettaglio, con fonti di raccolta e di reddito relativamente stabili (grafico V.3, diagrammi centrale e di destra). L'attività si è inoltre spostata verso finanziamenti assistiti da garanzie e compensazione accentrata, riflettendo una maggiore consapevolezza del rischio di credito di

Le banche rafforzano i bilanci e stabilizzano i ricavi

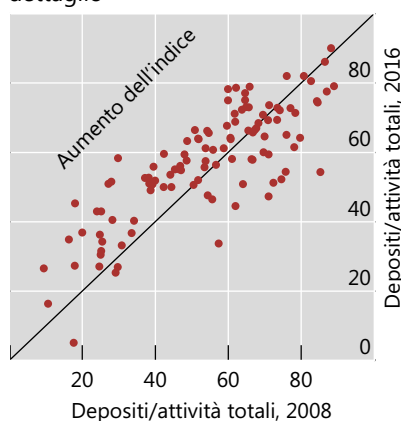
Valori percentuali

Grafico V.3

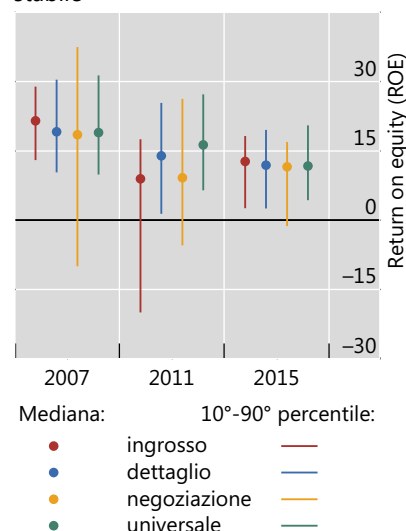
Migliora la capitalizzazione bancaria^{1, 2}



Aumenta la quota della provvista al dettaglio¹



Spostamento verso un reddito più stabile³



CET1 = Common Equity Tier 1; RWA = attività ponderate per il rischio.

¹ Campione di oltre 100 banche con almeno \$100 miliardi di attività totali nel 2014. ² Coefficienti mediani; i valori per il 2008 potrebbero sovrastimare i livelli effettivi di capitalizzazione a causa di un aggiustamento imperfetto alle nuove definizioni del rapporto tra patrimonio e attività ponderate per il rischio. ³ Basato su una classificazione di osservazioni banca/anno in quattro modelli di business.

Fonti: R. Roengpitya, N. Tarashev, K. Tsatsaronis e A. Villegas, "Bank business models: popularity and performance", mimeo, giugno 2017; SNL; elaborazioni BRI.

controparte e incentivi regolamentari. Ciò detto, l'esposizione al rischio di mancato rinnovo rimane considerevole in alcuni casi, in particolare sul mercato internazionale della provvista in dollari USA (cfr. la prossima sezione).

L'altra tendenza riguarda il mix di attività delle banche. Dopo la crisi molte banche hanno ridimensionato o soppresso linee operative che avevano subito perdite elevate in passato o che avevano esposto l'istituto al rischio di contenziosi. Per molte banche principali i ricavi complessivi provenienti da attività come la negoziazione in proprio sono diminuiti e sono stati sostituiti da altre fonti di proventi non da interessi, come la gestione patrimoniale. Tuttavia, sebbene una base di reddito maggiormente diversificata sia in grado di favorire dei profitti più sostenibili, le economie di scala e le pressioni competitive evidenziano i limiti della strategia di diversificazione per le banche di dimensioni più ridotte e per il settore bancario nel suo insieme.

Malgrado i progressi realizzati e i segnali di un miglioramento delle prospettive per gli utili (cfr. sopra), le valutazioni di mercato continuano a evidenziare lo scetticismo degli investitori circa i modelli di business delle banche, perlomeno in alcune giurisdizioni. Ad esempio, sebbene più di recente abbiano registrato una ripresa generalizzata, i rapporti tra prezzo e patrimonio netto (price-to-book) sono rimasti al di sotto dell'unità per numerose banche delle economie avanzate (grafico V.4, diagramma di sinistra). Questo scetticismo riflette in parte le prospettive macroeconomiche e i problemi ancora irrisolti legati ai crediti deteriorati in alcuni

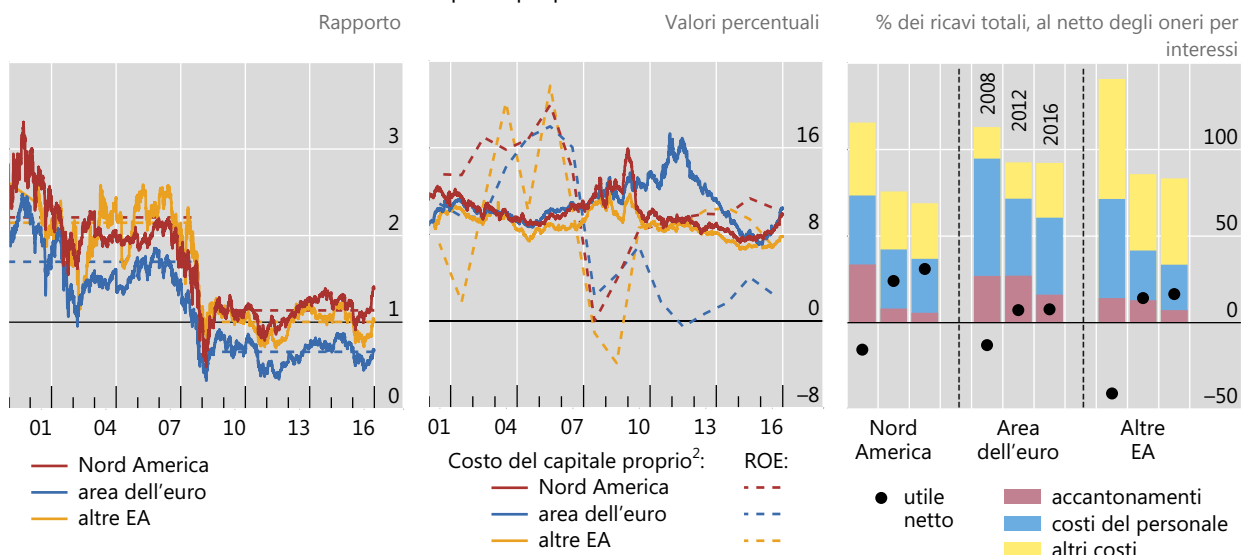
Nonostante i progressi, molte banche stentano ancora a effettuare gli aggiustamenti¹

Grafico V.4

I rapporti price-to-book rimangono bassi

Il return-on-equity (ROE) dell'area dell'euro rimane inferiore al costo del capitale proprio

Minori accantonamenti preservano l'utile netto



Le linee tratteggiate nel diagramma di sinistra indicano le medie pre-crisi (1° trim. 2000-2° trim. 2008) e post-crisi (3° trim. 2009-ultimo trimestre).

¹ Basato su un campione di 75 banche dei paesi avanzati; medie ponderate in base all'attivo. Nord America = CA e US; area dell'euro = AT, BE, DE, ES, FR, IT e NL; altre EA = AU, CH, JP e SE. ² Derivato da una variante del Capital Asset Pricing Model (CAPM) come illustrato ad esempio in M. King, "The cost of equity for global banks: a CAPM perspective from 1990 to 2009", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2009, pagg. 59-73; premi per il rischio azionario calcolati come illustrato in A. Damodaran, "Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation and implications – the 2016 edition", marzo 2016. I beta del modello CAPM sono stimati su una finestra mobile di un anno di 250 giorni di contrattazione.

Fonti: Datastream; SNL; elaborazioni BRI.

paesi (cfr. sopra) e in parte il mancato completamento dell'adeguamento dei modelli di business e, più in generale, la limitata capacità di generazione di utili.

Ciò è in linea con l'evoluzione dei return-on-equity (ROE) rispetto ai rendimenti richiesti dagli investitori. Per l'esattezza, il divario tra i rendimenti osservati e quelli richiesti si è ristretto. Nonostante ciò, esso rimane positivo in alcune regioni, a indicare che i ROE attuali continuano a essere inferiori alle aspettative degli investitori (grafico V.4, diagramma centrale). E ciò avviene anche se le stime di mercato del costo del capitale delle banche sono scese dai massimi registrati durante la crisi e sono perlopiù tornate ai loro livelli pre-crisi. È degno di nota che in Europa questo divario si sia ampliato più di recente, mettendo in evidenza le persistenti pressioni per migliorare ulteriormente la redditività.

Quali passi successivi?

Quali azioni sono necessarie per attenuare lo scetticismo dei mercati e portare a termine l'adeguamento dei modelli di business? Ovviamente, non esiste una soluzione unica. Tuttavia, diverse aree continueranno probabilmente a essere cruciali dal punto di vista sia delle singole banche sia dell'intero settore: 1) l'allocazione del capitale; 2) l'efficienza di costo; 3) l'eccesso di capacità.

Le decisioni di allocazione del capitale bancario determinano la capacità di bilancio disponibile per le linee operative. La configurazione dello schema di Basilea 3, incentrata su una pluralità di misure regolamentari, e il maggiore ricorso a prove di stress prudenziali in alcune giurisdizioni possono comportare la necessità per le banche di modificare le prassi di allocazione del capitale. Data l'interazione tra i vincoli regolamentari, un'allocazione ottimale del capitale implica oggi che vengano presi in considerazione diversi rapporti rischio/rendimento. Ad esempio, vi sono indicazioni empiriche secondo cui le banche stanno applicando l'indice di leva finanziaria a livello di singole unità operative, piuttosto che a livello consolidato come previsto da Basilea 3. Ciò semplifica l'allocazione del capitale, ma implica anche che l'indice di leva finanziaria possa scoraggiare alcune attività a basso rischio e volume elevato, come il market-making e l'intermediazione sui mercati pronti contro termine, anche nei casi in cui l'indice di leva non sia vincolante a livello consolidato (Riquadro V.A). Questa situazione tenderebbe ad aprire nuove opportunità di business per le banche concorrenti, incentivando a sua volta ulteriori adeguamenti delle prassi bancarie, fino a far convergere il settore verso un nuovo modello di riferimento. Le autorità possono favorire questa convergenza finalizzando rapidamente gli ultimi elementi della riforma regolamentare e garantendone un'attuazione uniforme. Ciò include la fissazione di obiettivi elevati per ogni eventuale modifica proposta ai nuovi standard regolamentari, che dovrebbe essere basata unicamente sulle valutazioni dei benefici dei costi regolamentari a livello sociale, e non a livello privato o settoriale.

La seconda area riguarda il miglioramento dell'efficienza di costo, in particolare alla luce della crescente digitalizzazione e della maggiore concorrenza da parte di entità non bancarie. Nonostante i recenti progressi, i rapporti costi/ricavi sono rimasti persistentemente alti per numerose banche, dato che le riduzioni dei costi sono andate tendenzialmente di pari passo con il calo dei ricavi. Sebbene le reti di filiali siano state in linea generale sfoltite, i costi per il personale, di norma la componente più elevata delle spese operative delle banche, sono rimasti pressoché invariati in percentuale dell'utile operativo, perlomeno dopo l'iniziale flessione indotta dalla crisi. I recenti aumenti dell'utile netto, in particolare per le banche europee, sono in larga

misura il risultato di un livello più basso di accantonamenti, reso possibile grazie a una migliore qualità del credito, piuttosto che di minori costi operativi (grafico V.4, diagramma di destra). Di conseguenza le pressioni per contenere ulteriormente i costi rimangono forti, soprattutto per le banche nelle giurisdizioni che risentono notoriamente dell'eccesso di capacità⁵.

Le innovazioni tecnologiche, spesso definite come "fintech", svolgeranno probabilmente un ruolo importante in questo contesto. Esse offrono nuove modalità di trasmissione, conservazione ed elaborazione delle informazioni, e di accesso ai servizi finanziari, modificando, di conseguenza, il modo in cui le banche interagiscono tra di loro e con i loro clienti. Inoltre, molte di queste nuove tecnologie sono state create da società non finanziarie e, in alcuni casi, permettono ai clienti di accedere a servizi finanziari senza nessun coinvolgimento delle banche, intensificando la concorrenza e accentuando le pressioni sui margini⁶. È vero che il volume delle attività collegate al fintech rimane basso e che molte delle sue nuove applicazioni potrebbero non riscuotere successo. Tuttavia, alcune tecnologie sono in grado di cambiare profondamente i modelli di business delle banche.

I crediti commerciali e al dettaglio sono una delle aree in cui la concorrenza tra le banche e le società fintech è stata più diretta. Le piattaforme elettroniche come i portali che offrono prestiti online o prestiti tra privati (peer-to-peer lending) facilitano l'offerta di credito, fungendo da punto di incontro tra mutuatari e investitori (Riquadro V.B). I volumi complessivi di credito sono rimasti finora contenuti rispetto ai tradizionali prestiti bancari, tuttavia andamenti recenti mettono in evidenza una serie di attività che permettono alle banche di sfruttare economie di scala e associare i loro vantaggi comparati (ad esempio, l'ampia base di clienti e i relativi dati) a quelli delle società fintech partner (ad esempio, una bassa base di costi).

Il settore fintech è in continua evoluzione e le autorità di regolamentazione devono affrontare con urgenza la questione di come garantire una gestione prudente del rischio⁷. Le tecnologie basate su grandi volumi di informazioni personali, ad esempio, pongono nuove sfide in materia di rispetto della privacy dei clienti e di sicurezza dei dati. I crescenti timori sul tema della cybersicurezza mettono in evidenza i potenziali rischi posti dai servizi finanziari che si avvalgono di tecnologie avanzate. Potrebbe essere necessario applicare delle procedure di due diligence potenzialmente a molteplici fornitori di servizi interni ed esterni per assicurare l'integrità dei sistemi informatici. Inoltre, la concorrenza tra le banche e le piattaforme fintech potrebbe richiedere approcci atti a mantenere condizioni di parità concorrenziale tra i settori ("stessi rischi, stesse regole") al fine di ridurre l'arbitraggio regolamentare, preservando al contempo gli incentivi per l'innovazione tecnologica, ad esempio mediante spazi di sperimentazione ("sandboxes") regolamentari.

La terza area riguarda le sfide a livello settoriale, come l'eccesso di capacità, che richiederanno probabilmente una risposta coordinata delle autorità prudenziali e di regolamentazione. In molti casi, l'eccesso di capacità è il riflesso di politiche che mirano a proteggere le banche più deboli dal fallimento, fornendo un sostegno pubblico esplicito o implicito. Naturalmente, tali politiche possono essere cruciali per far fronte ai rischi sistemici durante le crisi. Possono inoltre fungere da catalizzatore per un risanamento sincronizzato dei bilanci delle banche, ad esempio aiutandole nella vendita di attività deteriorate. Tuttavia, tali politiche non dovrebbero essere un freno all'uscita delle banche non più in grado di preservare la propria integrità finanziaria o diventare un ostacolo all'attività di fusione tra le banche. Di fatto, gli ostacoli all'uscita rimangono elevati in diversi settori bancari, nonostante il miglioramento dei meccanismi di risoluzione e l'applicazione di condizioni più

stringenti per la ricapitalizzazione delle banche. Potrebbe quindi essere necessario che le autorità aumentino i loro sforzi per ridurre l'eccesso di capacità nei settori bancari che risentono di una bassa redditività. Ciò include misure di sostegno complementari, che vanno da un maggior monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza, a specifiche azioni sul piano giuridico per facilitare la liquidazione delle sofferenze (anche attraverso società di asset management specializzate), a riforme più generali volte a fronteggiare le carenze dei mercati del lavoro e dei capitali nazionali (Capitolo I).

Finanziamento in dollari USA: un punto determinante di scarico delle pressioni?

Data la posizione centrale delle maggiori banche nel sistema finanziario mondiale, le scelte relative ai loro modelli di business possono avere implicazioni di vasta portata. La Grande Crisi Finanziaria, ad esempio, ha mostrato come la forte dipendenza delle banche non statunitensi dai finanziamenti all'ingrosso e in particolare in dollari USA possa amplificare il rischio sistemico. Nel periodo precedente la crisi, numerose banche avevano accumulato disallineamenti delle scadenze nelle loro operazioni in valuta estera. Quando i mercati all'ingrosso si sono prosciugati, è diventato difficile rinnovare o rimpiazzare i fondi in scadenza e ciò ha costretto le banche ad andare a caccia di finanziamenti in dollari statunitensi o a ridurre la leva finanziaria. A loro volta, queste pressioni sul fronte della raccolta si sono rapidamente propagate alle controparti e nelle diverse giurisdizioni. Di conseguenza, le vulnerabilità strutturali dei modelli di finanziamento delle banche hanno reso il sistema finanziario più fragile nel suo insieme.

Le riforme avviate in seguito alla crisi hanno tentato di ridurre al minimo tali rischi. Il loro obiettivo era quello di accrescere la capacità di tenuta delle banche, in termini sia di capitale sia di provvista, nonché quella degli altri principali operatori di mercato, come i fondi monetari. Tuttavia, la persistente forte dipendenza dal finanziamento in dollari USA a breve termine rimane un punto di tensione, soprattutto considerato l'elevato grado di concentrazione del mercato.

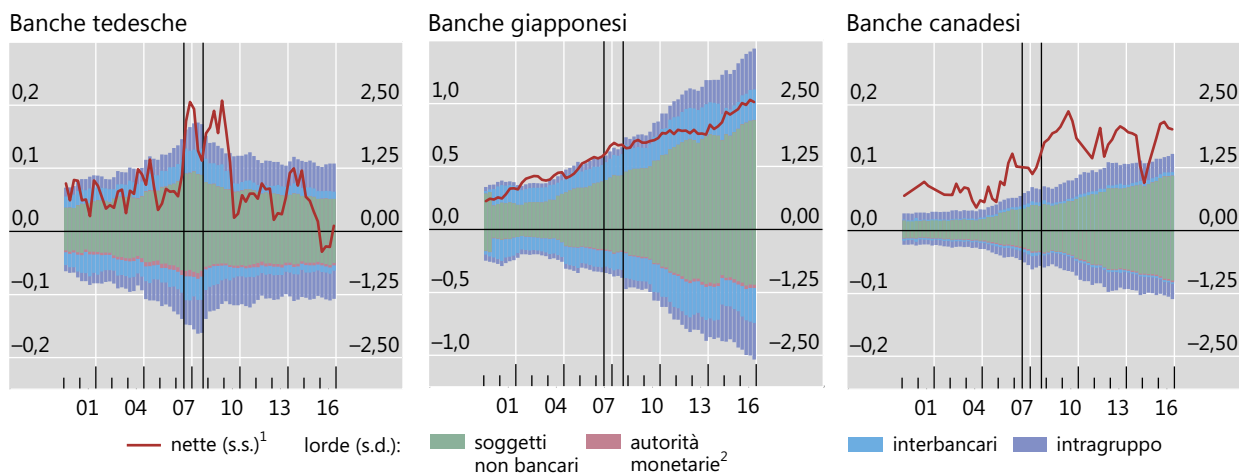
I rischi posti dal finanziamento in dollari USA

Al culmine della Grande Crisi Finanziaria i rischi legati alla provvista in valuta estera erano particolarmente significativi. Sulla scia della loro rapida espansione internazionale nel periodo precedente la crisi, le banche, in particolare in Europa, avevano accumulato attività sull'estero a un ritmo superiore a quello della crescita del credito interno. Parallelamente, il fabbisogno di provvista in valuta estera, soprattutto in dollari statunitensi, è aumentato ed è stato parzialmente soddisfatto mediante finanziamenti cross-currency, ossia prendendo in prestito in una valuta per finanziare attività in un'altra valuta nei mercati degli swap su valute. Sebbene dal punto di vista delle singole banche questi profili di raccolta possano essere sembrati robusti, l'insorgere della Grande Crisi Finanziaria nel 2007 ha rivelato le vulnerabilità a livello di sistema⁸. Di fatto, numerose istituzioni finanziarie non statunitensi si sono trovate inaspettatamente di fronte alla difficoltà di rinnovare ingenti importi di finanziamento in dollari USA sia nel mercato monetario sia in quello dei cambi⁹.

Tendenze divergenti nelle posizioni estere in dollari USA delle banche

In base al settore della controparte, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico V.5



Le linee verticali indicano l'inizio della Grande Crisi Finanziaria nel 2007 e il fallimento di Lehman Brothers nel 2008.

¹ Attività in dollari USA meno passività in dollari USA. ² Posizioni transfrontaliere in tutte le valute e posizioni locali in valute estere rispetto alle autorità monetarie ufficiali.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata) e statistiche bancarie su base locale per nazionalità; elaborazioni BRI.

Ci si può chiedere se tali fabbisogni di finanziamenti si siano ridotti in seguito alla crisi. I dati suggeriscono la possibilità che i rischi relativi alla provvista in dollari USA si siano spostati da un punto di vista geografico, ma la loro entità sembra rimanere vasta. Il grafico V.5 fornisce un quadro delle informazioni pertinenti per i sistemi bancari consolidati di Canada, Germania e Giappone, basandosi sui portafogli in dollari statunitensi di questi settori. All'inizio della Grande Crisi Finanziaria le banche tedesche – nonché quelle francesi e di altri paesi europei – presentavano cospicue attività e passività lorde in dollari USA (diagramma di sinistra). Ciò, a sua volta, ha dato luogo a ingenti posizioni nette in dollari USA (esposizioni in dollari superiori alle passività in dollari in bilancio; linee rosse), prevalentemente finanziate e coperte da strumenti fuori bilancio, come swap su valute¹⁰. Il conseguente "deficit di finanziamento in dollari USA" per l'insieme del settore bancario europeo ha raggiunto il picco a metà 2007, e da allora è sceso significativamente. Di contro, le banche giapponesi hanno continuato a espandere le loro posizioni sia lorde sia nette in dollari USA, creando di conseguenza significativi fabbisogni strutturali di finanziamento (diagramma centrale). Le posizioni delle banche canadesi hanno seguito un andamento simile, sebbene a livelli complessivamente più bassi (diagramma di destra).

Il grafico V.6 fornisce un quadro più completo riferito a un insieme più vasto di sistemi bancari (diagramma di sinistra). Mostra le attività e le passività in dollari per ubicazione della sede legale delle banche, unitamente a informazioni sull'ubicazione delle controparti. È opportuno evidenziare alcuni punti.

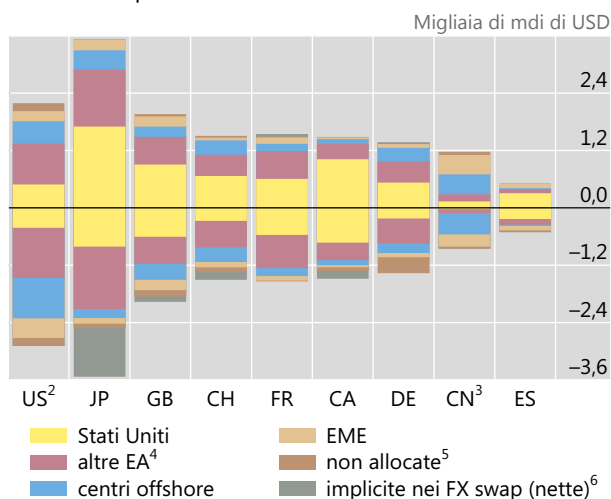
Innanzitutto, l'attività di intermediazione finanziaria in dollari USA è molto vasta e in gran parte internazionale. Di fatto, la maggior parte dell'attività creditizia internazionale in dollari USA avviene nei confronti di controparti non statunitensi¹¹. Le banche con sede legale in – e con finanziamenti provenienti da – paesi diversi dagli Stati Uniti svolgono un ruolo fondamentale. Fra tutte si distinguono le banche

L'intermediazione in dollari USA delle banche riflette differenze geografiche

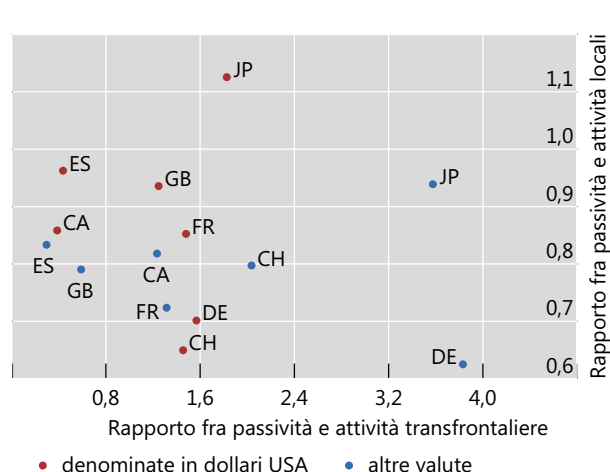
A fine settembre 2016

Grafico V.6

Posizioni in dollari USA delle banche, per ubicazione della controparte¹



Posizioni estere delle banche, per luogo di contabilizzazione⁷



¹ Posizioni (incluse quelle intragruppo) denominate in dollari USA contabilizzate dalle banche dichiaranti alla BRI con sede legale nei paesi indicati. Le attività (valori positivi) e le passività (valori negativi) comprendono le posizioni transfrontaliere e locali contabilizzate dall'insieme dei paesi dichiaranti alla BRI (inclusi Stati Uniti e Cina, escluse le posizioni locali delle banche statunitensi negli Stati Uniti e le posizioni locali delle banche in Cina). ² Escluse le posizioni in dollari nazionali delle banche statunitensi all'interno degli Stati Uniti; non sono riportate le posizioni implicite sugli swap su valute. ³ Escluse le posizioni in dollari nazionali delle banche cinesi all'interno della Cina; non sono calcolate le posizioni implicite sugli swap su valute. ⁴ Posizioni nei confronti di controparti in altre EA. ⁵ Le posizioni non sono disaggregate per paese (incluse le organizzazioni internazionali). ⁶ Finanziamenti (o prestiti) cross-currency dedotti equiparando le attività in dollari USA con le passività, e il ricorso implicito agli swap su valute ipotizzando che le banche coprano interamente le loro posizioni aperte in dollari. ⁷ Le posizioni locali comprendono quelle contabilizzate sul luogo di residenza della controparte; le posizioni transfrontaliere includono quelle contabilizzate dalla casa madre delle banche e le posizioni contabilizzate dalle affiliate all'estero; le posizioni intragruppo e le posizioni verso il paese di origine sono escluse.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata) e statistiche bancarie su base locale per nazionalità.

giapponesi, con attività in dollari per oltre \$3 000 miliardi, sostenute da finanziamenti in bilancio pari a circa \$2 500 miliardi (cfr. anche grafico V.5). La differenza è molto probabilmente ascrivibile a strumenti quali swap su valute (barre grigie nel grafico V.6). A fine 2016 ciò portava il totale della provvista in dollari USA delle banche non statunitensi a circa \$10 500 miliardi (Riquadro V.C). La forte domanda di prestiti in dollari mediante swap su valute si riflette nel premio che le banche generalmente pagano nel mercato degli swap valutari rispetto al mercato a pronti all'ingrosso (Capitolo II)¹².

Il secondo punto riguarda i segnali di marcati rischi di mancato rinnovo, dato che quote consistenti della provvista in dollari statunitensi delle banche dipendono da strumenti a breve termine come pronti contro termine e swap su valute. Le recenti reazioni dei mercati alla riforma dei fondi monetari negli Stati Uniti forniscono un banco di prova verosimilmente imperfetto della capacità di tenuta delle banche non statunitensi di fronte a questi rischi (Riquadro V.C). Indicano che il sistema bancario mondiale è stato in grado di adeguarsi in maniera piuttosto ordinata alla perdita di provvista in dollari USA proveniente da un importante fornitore, i fondi "prime" statunitensi. Sebbene i differenziali di costo di questi finanziamenti siano leggermente aumentati, i volumi sono stati in gran parte rimpiazzati. Tuttavia, la riforma è stata graduale e ben anticipata, lasciando interrogativi circa la capacità delle banche di mantenere i finanziamenti in condizioni meno favorevoli.

Un fattore attenuante è costituito dal fatto che una parte significativa della provvista a breve termine delle banche è notoriamente assistita da garanzie, spesso con attività di elevata qualità. Ciò dovrebbe aiutarle a ottenere finanziamenti da fonti alternative, tra cui banche centrali, se le attuali fonti dovessero prosciugarsi. Tuttavia, sebbene le garanzie contribuiscano ad attenuare i rischi di credito e di liquidità, è possibile che gli scarti aumentino durante una stretta di liquidità, perlomeno per le garanzie di qualità inferiore. Vi sono anche segnali che il mix di raccolta bancaria si stia spostando verso depositi in dollari USA offshore (Riquadro V.C), che non dispongono della rete di sicurezza di ultima istanza fornita dalla Federal Reserve.

Il terzo punto degno di nota è costituito dal fatto che l'intermediazione in dollari a livello internazionale sembra essere piuttosto concentrata. I prestiti interbancari in dollari USA sono notoriamente riconducibili in larga misura a circa una dozzina di banche di grandi dimensioni. Oltre il 60% delle attività e passività internazionali in dollari è ascrivibile a banche provenienti da otto economie diverse dagli Stati Uniti. La maggior parte della relativa provvista in dollari statunitensi fluisce attraverso i mercati dei pronti contro termine, a loro volta piuttosto concentrati, a causa di ingenti economie di scala nelle compensazioni e nei regolamenti. Si stima che le operazioni pronti contro termine trilaterali statunitensi, dove le compensazioni e i regolamenti dipendono dai servizi di due sole banche di compensazione, rappresentino, a \$1 700 miliardi, circa la metà del volume del mercato dei pronti contro termine statunitense. L'altra metà è regolata bilateralmente. Analogamente, le operazioni pronti contro termine inter-dealer in titoli del Tesoro USA sono compensate mediante una singola controparte centrale (CCP) e, a maggio 2017, rappresentavano circa \$124 miliardi del totale netto dei finanziamenti a pronti¹³.

Infine, è probabile che le banche – e i sistemi bancari – si comportino diversamente in termini di trasmissione e assorbimento degli shock¹⁴. Diversi gradi di dipendenza dai centri offshore (barre blu nel grafico V.6), ad esempio, riflettono disparità nelle fonti di finanziamento e nel modo in cui i fondi vengono ottenuti e ridistribuiti attraverso le diverse operazioni internazionali delle banche. Il diagramma di destra del grafico V.6 fornisce un quadro più completo delle strutture organizzative delle banche, mettendo in evidenza il grado di accentramento delle loro attività internazionali. In base alle posizioni attive aggregate, le banche di Germania, Giappone e Svizzera sono relativamente accentrate. In altre parole, gran parte delle loro attività in dollari statunitensi e altre valute estere è contabilizzata mediante le case madri, piuttosto che mediante filiali e controllate (coefficienti elevati sull'asse delle ascisse). Le dinamiche delle passività, tuttavia, differiscono in quanto la maggior parte della provvista in dollari statunitensi delle banche giapponesi proviene da fonti locali (valori elevati sull'asse delle ordinate), mentre le banche di Germania e Svizzera dipendono maggiormente dai fondi provenienti da case madri e paesi terzi. I bilanci delle banche spagnole e canadesi, invece, riflettono delle attività estere gestite e finanziate molto più localmente¹⁵.

Implicazioni di policy

Le dinamiche sopra evidenziate suggeriscono che i mercati internazionali della provvista in dollari costituiranno probabilmente un punto determinante di scarico delle pressioni durante eventuali episodi futuri di tensione sui mercati. Il fabbisogno di finanziamento in dollari USA dei soggetti non statunitensi rimane vasto, provocando rischi di mancato rinnovo potenzialmente ingenti. Questi ultimi si concentrano, inoltre, su un numero piuttosto limitato di banche rilevanti. L'interconnessione è un altro fattore importante, dato che i fondi in dollari

provengono da una varietà di controparti bancarie e non bancarie per sostenere sia il vero e proprio credito in dollari USA sia svariati tipi di intermediazione in dollari basati sul mercato. In questo contesto, controparti come fondi monetari, compagnie assicurative e imprese di grandi dimensioni interagiscono con le banche in vari mercati, inclusi quelli dei pronti contro termine e degli swap su valute. Inoltre, molte di queste banche forniscono servizi a entità come CCP, le quali in periodi di tensione possono essere una fonte di ingente domanda di liquidità.

Quali sono le implicazioni per le autorità? Una prima questione fondamentale riguarda le strutture organizzative delle banche e i rischi di propagazione che possono derivare dalle connessioni tra le loro sedi legali e le affiliate locali. Ciò sottolinea l'importanza del coordinamento prudenziale. Il coordinamento è essenziale allo scopo di condividere informazioni sui profili di provvista internazionale in dollari USA delle banche e condurre prove di stress mirate (ad esempio, sulla capacità di tenuta delle banche nei mercati degli swap su valute). Gli strumenti essenziali comprendono collegi dei supervisori, protocolli di intesa e una cooperazione bilaterale meno formale tra le autorità di vigilanza del paese di origine e quelle del paese ospitante. Inoltre, in alcune giurisdizioni ospitanti le autorità di regolamentazione richiedono ormai che le operazioni locali delle banche estere siano più autosufficienti. Tali misure, che in taluni casi implicano la costituzione di società controllate con piena capacità giuridica, danno origine a importanti trade-off. Ad esempio, sebbene mitighi le preoccupazioni legate al rischio sistemico, la costituzione di società controllate, e i corrispondenti vincoli prudenziali sulle filiali estere, può ostacolare il movimento dei fondi tra le affiliate all'interno della stessa società di holding e accrescere i costi operativi. Ciò può scoraggiare la partecipazione delle banche estere, una considerazione che può essere particolarmente pertinente per le autorità di regolamentazione delle EME¹⁶.

Anche i rischi di propagazione confermano la necessità di iniziative a favore di misure preventive di più vasta portata in diverse aree. Una riguarda i requisiti prudenziali allo scopo di limitare la trasformazione delle scadenze e i rischi di mancato rinnovo. Un esempio tipico è il Liquidity Coverage Ratio di Basilea 3, che può essere attuato a livello di singola valuta. Un'altra iniziativa implica azioni più generali allo scopo di rafforzare la capacità di tenuta delle banche e delle altre istituzioni finanziarie, inclusi altri requisiti previsti dal pacchetto di Basilea 3 e regolamentazioni analoghe per il settore non bancario, come la riforma dei fondi monetari statunitensi. I requisiti minimi internazionali, come quelli di Basilea 3, contribuiscono inoltre a ridurre le eventuali distorsioni dovute a condizioni di mancata parità concorrenziale oppure alla frammentazione della regolamentazione. Una terza area riguarda la configurazione delle infrastrutture di mercato, compresi i pronti contro termine trilaterali e le CCP. La riforma del mercato pronti contro termine statunitense, ad esempio, è riuscita a ridurre l'utilizzo di credito infragiornaliero fornito da banche di compensazione nelle operazioni PcT trilaterali, affrontando le preoccupazioni messe in evidenza dalla Grande Crisi Finanziaria. La capacità di tenuta delle CCP, a sua volta, è sostenuta da misure come i *Principles for financial market infrastructures* elaborati da CPIM-IOSCO e da lavori in corso volti a migliorare i piani di recupero e di risoluzione delle CCP¹⁷.

Una seconda cruciale questione di policy riguarda l'accesso alla provvista in dollari statunitensi durante le turbolenze di mercato. Dati i disallineamenti valutari risultanti dai finanziamenti cross-currency e i relativi rischi di mancato rinnovo, le autorità nazionali potrebbero dover facilitare l'accesso ai fondi in dollari statunitensi per soddisfare i fabbisogni valutari delle banche e delle società nazionali.

Un modo per ottenere questo risultato è attraverso le riserve valutarie. Nel 2008 alcune EME hanno usato le loro riserve a questo scopo¹⁸. Tuttavia, le autorità potrebbero essere riluttanti ad attingere alle loro riserve: i mercati finanziari potrebbero interpretare questo intervento come un segnale negativo circa le condizioni del paese. Inoltre, vi sono indicazioni che la gestione delle riserve possa generare degli effetti prociclici indesiderati. Durante la Grande Crisi Finanziaria, ad esempio, diversi gestori di riserve hanno ridotto i loro investimenti presso le controparti più rischiose, soprattutto banche, e hanno ridimensionato i loro programmi di prestito titoli¹⁹.

Un altro modo per mobilitare la provvista in valuta estera è costituito dall'istituzione di linee di swap fra banche centrali. Per il dollaro statunitense, solo la Federal Reserve è nella posizione tecnica di fornire dollari in maniera elastica²⁰. È per questo motivo che durante la Grande Crisi Finanziaria le principali banche centrali hanno optato per una rete di linee di swap ad hoc fra loro per fornire e distribuire liquidità in dollari statunitensi. Il successo dell'accordo mette in evidenza la necessità per le banche centrali di mantenere la capacità di offrire queste linee di swap, alcune delle quali sono state rese permanenti²¹. Per via di diverse considerazioni, non da ultimo l'azzardo morale e la gestione del rischio, è probabile che la portata di tali accordi rimanga limitata e che la loro configurazione rifletta l'uso esclusivo in qualità di rete di sicurezza²².

L'allocazione del capitale bancario nel contesto di una pluralità di indicatori regolamentari

Secondo le ricerche, indicatori regolamentari complementari, come quelli oggi introdotti dallo schema di Basilea 3, possono migliorare gli andamenti dei mercati e il benessere economico^①. Ad esempio, gli indicatori non basati sul rischio, come l'indice di leva finanziaria (leverage ratio, LR), possono offrire un presidio per le banche, affiancando i coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio^②. La pluralità di indicatori impone alle banche di adeguare la gestione dell'allocazione interna di capitale (e di liquidità), un processo che è ancora in corso.

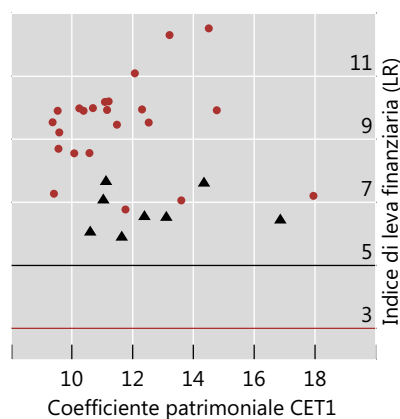
Un semplice modello, che si concentra sul ruolo dell'LR, permette di illustrare l'impatto dell'interazione tra le decisioni di allocazione e la regolamentazione^③. Il modello, calibrato utilizzando dati provenienti da banche statunitensi, consente di spiegare perché l'LR può influenzare l'allocazione del capitale delle banche nelle diverse unità operative (ad esempio, un'unità di negoziazione e un'unità di emissione di prestiti, come nel modello) anche nel caso in cui la banca segnali un LR ben al di sopra dei requisiti minimi obbligatori, come accade generalmente (grafico V.A, diagramma di sinistra).

Innanzitutto, le banche devono temperare l'espansione dei loro bilanci oggi con un'onerosa riduzione della leva finanziaria in futuro, nel caso in cui venissero colpite da uno shock avverso o fossero sottoposte a una prova di stress. Dato che optare per un LR più elevato riduce il rischio di dover ridimensionare il proprio grado di leva, di fronte a tali elementi di incertezza le banche sono indotte a detenere un margine di sicurezza superiore ai requisiti minimi (grafico V.A, diagramma centrale).

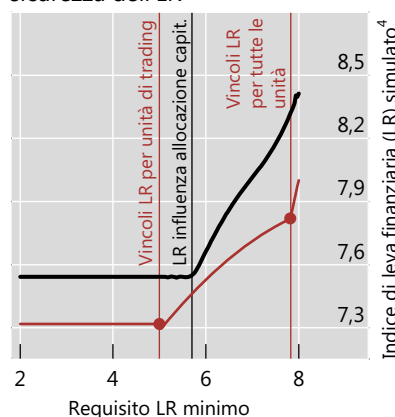
In che misura l'indice di leva finanziaria (LR) è vincolante?

Valori percentuali

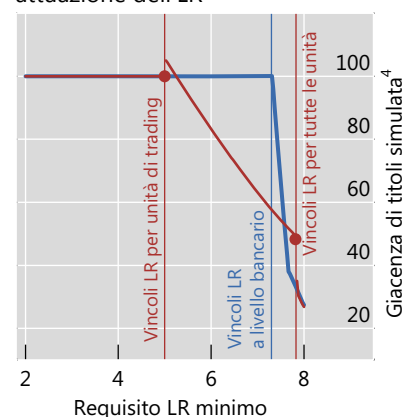
Grafico V.A

LR ben superiori ai requisiti minimi¹

Requisito LR minimo:
 ● 3% ▲ 5% (G-SIB)

L'incertezza giustifica i margini di sicurezza dell'LR²

Aggiustamento di bilancio:
 — oneroso — non oneroso

Importanza dello schema di attuazione dell'LR³

LR applicato a livello di:
 — banca — unità operativa

¹ Indici a fine 2016; campione di grandi holding bancarie statunitensi. CET1 = Common Equity Tier 1. ² Se l'adeguamento del bilancio operato in seguito a uno shock allo scopo di rispettare i requisiti regolamentari è oneroso (ad esempio, in seguito a externalità da vendite forzate), la banca sceglie un indice di leva più elevato ex ante (linea nera) rispetto al caso in cui gli adeguamenti non comportino alcun costo aggiuntivo. ³ Un irrigidimento dei criteri relativi all'LR ha un impatto minore sulle banche che applicano l'LR a livello d'istituto (linea blu) in confronto a quelle che lo applicano per unità operativa (linea rossa), perché le prime tollerano un grado di leva finanziaria più elevato per ogni singola unità operativa (ad esempio, per il market-making), dal momento che i requisiti relativi all'LR sono soddisfatti al livello dell'intero istituto. ⁴ Cambiamenti previsti nell'LR della banca (diagramma centrale) e disponibilità di obbligazioni (diagramma di destra) in reazione a un aumento dei requisiti minimi relativi all'LR.

Fonti: T. Goel, U. Lewrick e N. Tarashev, "Leverage regulation and bank capital allocation", mimeo, giugno 2017; SNL.

In secondo luogo, l'LR tende a essere più vincolante per le banche che applicano l'indice a livello di singole unità operative piuttosto che su base consolidata a livello complessivo di banca, come previsto dalla regolamentazione. Nel primo caso, attività a basso rischio e volume elevato con bassi coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, come quelle di market-making, dovrebbero essere quelle più limitate. Modificare l'allocazione del capitale in modo da prendere in considerazione una prospettiva a livello complessivo di banca renderebbe l'LR meno vincolante. Le simulazioni indicano che l'alleggerimento patrimoniale che ne deriverebbe potrebbe avere degli effetti considerevoli sui bilanci delle banche, rafforzando ad esempio la loro capacità di immagazzinare attività a scopi di market-making (grafico V.A, diagramma di destra). Ciò indica la possibilità di futuri adeguamenti degli schemi di allocazione del capitale allo scopo di attenuare la percezione delle pressioni indotte dai requisiti relativi all'LR.

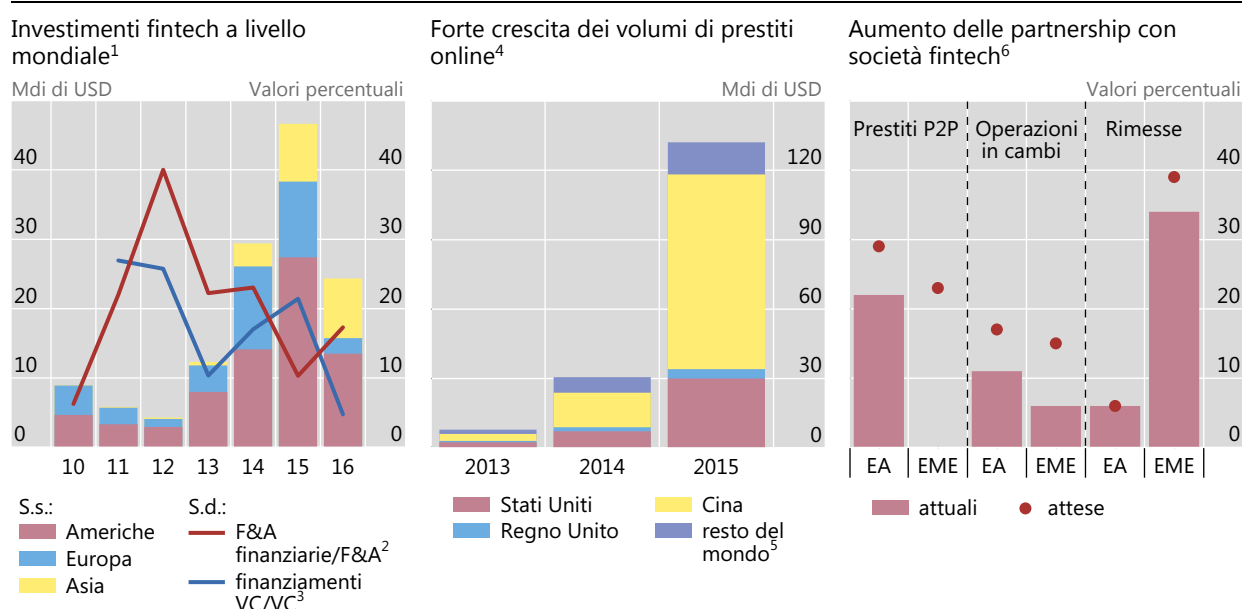
① Cfr. ad esempio F. Boissay e F. Collard, "Macroeconomics of bank capital and liquidity regulations", *BIS Working Papers*, n. 596, dicembre 2016. ② Cfr. I. Fender e U. Lewrick, "La calibrazione dell'indice di leva finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese). ③ Cfr. T. Goel, U. Lewrick e N. Tarashev, "Capital regulation and bank capital allocation", mimeo, giugno 2017.

Le banche e i servizi di prestiti online: da concorrenti a partner?

Le soluzioni che si avvalgono di innovazioni tecnologiche permettono ai clienti di accedere a servizi finanziari senza – o con un ridotto – coinvolgimento delle banche, portando potenzialmente alla disintermediazione degli operatori storici¹. Gli investimenti in ambito fintech sono in forte crescita (grafico V.B, diagramma di sinistra), sebbene da un basso livello di partenza. Un'area in rapida espansione è quella dei prestiti online/tra privati (peer-to-peer, P2P), soprattutto in giurisdizioni come la Cina e gli Stati Uniti (diagramma centrale). Dal punto di vista degli istituti bancari i prestiti online costituiscono al contempo una sfida e un'opportunità. Le piattaforme di prestito rappresentano una fonte di concorrenza potenzialmente destabilizzante per una linea operativa strategica, in particolare se sono sottoposte a una regolamentazione meno stringente. Tuttavia, le banche possono anche cogliere i benefici in termini di riduzione dei costi, migliore esperienza del cliente e rafforzamento dell'efficienza offerti da queste piattaforme. Di conseguenza, numerose banche si sono adoperate attivamente per integrare soluzioni di prestito online nei loro modelli di business.

Vigore degli investimenti mondiali in ambito fintech e volumi dei prestiti online

Grafico V.B



¹ Investimenti mondiali totali: venture capital, fusioni e acquisizioni (F&A) e private equity. ² F&A delle imprese finanziarie in percentuale del totale delle F&A. ³ Investimenti venture capital (VC) nei prestiti online in percentuale degli investimenti VC totali in ambito fintech. ⁴ Volume totale di finanziamenti, incluso il crowdfunding, provenienti da piattaforme online. ⁵ Americhe esclusi gli Stati Uniti, Europa escluso il Regno Unito e Asia esclusa la Cina. ⁶ Percentuale di banche che offrono servizi in collaborazione con società fintech e aspettative (per i prossimi 12 mesi); indagine condotta su 61 banche in 24 paesi, maggio 2016.

Fonti: KPMG, *The pulse of fintech Q4 2016*, febbraio 2017 (dati provenienti da PitchBook); Cambridge Centre for Alternative Finance; UBS.

Un approccio consiste nell'investimento diretto da parte delle banche in piattaforme online attraverso fusioni e acquisizioni (F&A) o venture capital. In linea generale, le operazioni di fusione e acquisizione hanno rappresentato la quota più elevata degli investimenti mondiali in ambito fintech. Una parte considerevole di questi investimenti è pervenuta da banche e altre istituzioni finanziarie, fornendo loro una partecipazione agli eventuali proventi e in alcuni casi l'accesso alla tecnologia delle piattaforme. Le banche hanno inoltre fornito alle piattaforme fintech finanziamento creditizio, ad esempio finanziando i loro prestiti in qualità di investitori istituzionali o comprando i prestiti.

Un altro approccio è costituito dalle partnership. Si prevede un aumento delle partnership nel settore dei prestiti online/tra privati e in altre attività fintech, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti (grafico V.B,

diagramma di destra). Le collaborazioni possono assumere una molteplicità di forme. Una di queste si basa sulle segnalazioni e avviene quando una banca segnala i prestatori a cui ha rifiutato di accordare il credito alla piattaforma fintech e la piattaforma fintech segnala alla banca i clienti che richiedono dei servizi bancari. Una seconda forma è costituita dall'accensione di prestiti e avviene quando la banca accende prestiti che sono stati valutati e prezzati sulla piattaforma online, a volte rivendendo questi stessi prestiti alla piattaforma. Un terzo approccio riguarda la fornitura di servizi, come servizi di pagamento e regolamento o garanzie. In alcuni casi, perlopiù negli Stati Uniti, le banche forniscono anche strutture di warehousing e servizi connessi, che permettono alle piattaforme online di cartolarizzare i prestiti fintech. Infine, alcune banche instaurano delle partnership con le piattaforme per usare i modelli/processi fintech nella loro attività di prestito.

① Con il termine fintech ci si riferisce a una vasta gamma di tecnologie che comprendono prestiti online/tra privati, pagamenti e regolamenti (inclusi distributed ledger), assicurazioni e negoziazioni/investimenti (inclusi i robo-advisor). Cfr. ad esempio BRI, 86ª Relazione annuale, giugno 2016, pag. 143.

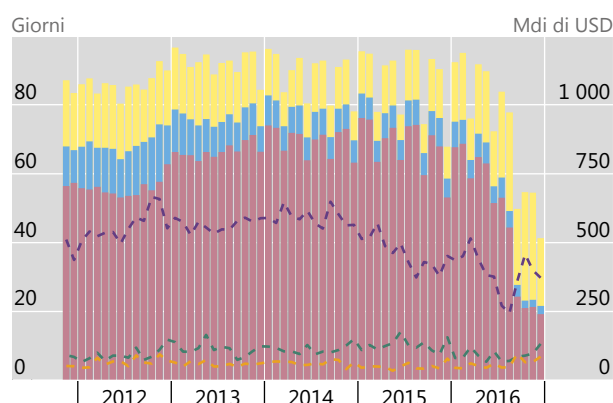
La riforma dei fondi monetari statunitensi e il finanziamento internazionale in dollari USA delle banche non statunitensi

La riforma dei fondi monetari statunitensi è entrata in vigore nell'ottobre 2016. Tra le altre modifiche apportate alle norme, la riforma prevede che i fondi monetari "prime" mantengano una struttura a valore patrimoniale netto variabile, modificando le caratteristiche finanziarie del fondo dal punto di vista degli investitori. Dato che le banche non statunitensi sono fortemente dipendenti dalla provvista non garantita fornita dai fondi monetari prime, vi era il timore che la riforma portasse a una stretta dei finanziamenti per questi istituti. La riforma ha finito col tradursi in una significativa perdita di provvista in dollari fornita dai fondi monetari statunitensi e in un aumento del suo costo (Capitolo II). Tuttavia, le banche non statunitensi sono state in grado di attenuare gli effetti di questa situazione aumentando i depositi in dollari USA e finanziamenti simili da altre fonti^①.

I depositi provenienti da fondi monetari degli Stati Uniti scendono, ma quelli in eurodollari aumentano nelle banche non statunitensi

Grafico V.C

Finanziamento dei fondi monetari USA a banche estere

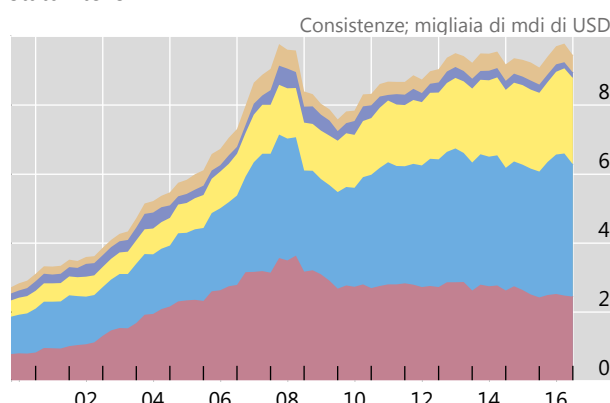


Media¹ dei giorni alla scadenza (s.s.):

- - - finanziamento non garantito da fondi prime²
- - - pronti contro termine da fondi prime
- - - Pronti contro termine da fondi governativi³

Importo del finanziamento (s.d.):

- pronti contro termine da fondi governativi
- pronti contro termine da fondi prime
- non garantito da fondi prime

Finanziamento in dollari in bilancio delle banche non statunitensi⁴

Depositi di soggetti non bancari:

- banche negli USA⁵
- banche fuori dagli USA⁶

titoli internazionali⁷

Passività verso:

- banche USA⁸
- banche centrali⁹

¹ Valore ponderato in base agli ammontari nozionali. ² Inclusi certificati di deposito, commercial paper e altri finanziamenti. ³ Fondi di investimento in titoli delle amministrazioni centrali e del Tesoro. ⁴ Al netto delle posizioni segnalate da Cina e Russia, che sono entrate a far parte dei paesi dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie BRI su base locale a partire dal 4° trimestre 2015. ⁵ Passività locali (totali) denominate in dollari statunitensi più passività transfrontaliere denominate in dollari statunitensi verso il settore non bancario da parte di affiliate estere negli Stati Uniti; i dati relativi alle passività locali provengono dalle statistiche bancarie BRI consolidate in base alla controparte immediata. ⁶ Passività denominate in dollari statunitensi verso il settore non bancario da parte di soggetti non bancari situati al di fuori degli Stati Uniti. ⁷ Emissioni denominate in dollari statunitensi di banche pubbliche e private non statunitensi; inclusi obbligazioni, note a medio termine e strumenti del mercato monetario. ⁸ Attività interbancarie denominate in dollari USA delle banche statunitensi. ⁹ Passività denominate in dollari USA nei confronti delle autorità monetarie ufficiali (banche centrali) da parte delle banche non statunitensi.

Fonti: Crane Data; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata), statistiche BRI sui titoli di debito e statistiche BRI su base locale per residenza e nazionalità; elaborazioni BRI.

Su base netta, la riforma dei fondi monetari ha determinato una riduzione di circa \$310 miliardi della provvista in dollari USA delle banche non statunitensi nei quattro trimestri a partire da settembre 2016, termine entro il quale la maggior parte delle modifiche era stata attuata. La perdita di circa \$480 miliardi provenienti dai fondi monetari prime è stata parzialmente compensata da circa \$170 miliardi di finanziamenti pronti contro termine dai fondi esclusivamente governativi (non soggetti alla nuova normativa) con, nel processo, una riduzione della scadenza dei finanziamenti dei fondi monetari (grafico V.C, diagramma di sinistra). Anche la composizione della provvista in dollari USA è cambiata, dato che le banche estere operanti negli Stati Uniti hanno reagito riducendo le loro disponibilità di riserve in eccesso presso la Federal Reserve e, in misura minore, attingendo ai finanziamenti dalle loro sedi legali.

A fine 2016, complessivamente, il finanziamento internazionale in dollari USA (in bilancio) per le banche non statunitensi era pari a quasi \$9 500 miliardi (grafico V.C, diagramma di destra). La provvista fuori bilancio, principalmente tramite swap su valute, ha portato il totale a circa \$10 500 miliardi. Nonostante i deflussi di depositi in eurodollari dai fondi monetari degli Stati Uniti, i depositi offshore presso le banche non statunitensi a settembre 2016 sono cresciuti a circa \$4 100 miliardi, riflettendo l'accresciuta importanza dei finanziamenti offshore nel sistema bancario mondiale. Di conseguenza, l'episodio della riforma dei fondi monetari sembra confermare la capacità delle banche mondiali di mantenere la provvista in dollari USA. Rimangono tuttavia questioni circa la capacità di tenuta dei finanziamenti in condizioni di maggiori tensioni.

① Cfr. BRI, *"Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali"*, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017.

Note di chiusura

- ¹ Cfr. ad esempio J. Fell, M. Grodzicki, R. Martin e E. O'Brien, "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", *ECB Financial Stability Review*, novembre 2016.
- ² Cfr. Moody's Investors Service, "Rating action: Moody's downgrades Canadian banks", 10 maggio 2017.
- ³ 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).
- ⁴ Cfr. BRI, 86ª *Relazione annuale*, giugno 2016, Capitolo VI; e CSFG, *Fixed income market liquidity*, *CGFS Papers*, n. 55, gennaio 2016.
- ⁵ Cfr. ad esempio V. Constâncio, "Challenges for the European banking industry", discorso alla conferenza dell'Università di Navarra "European banking industry: what's next?", Madrid, 7 luglio 2016.
- ⁶ Cfr. BRI, *ibid*; e CSFG-FSB, *FinTech credit: Market structure, business models and financial stability implications*, maggio 2017.
- ⁷ Cfr. ad esempio CPMI, *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement – an analytical framework*, febbraio 2017.
- ⁸ Cfr. BRI, 78ª *Relazione annuale*, giugno 2008, Capitolo VI.
- ⁹ Per un'analisi più dettagliata, cfr. P. McGuire e G. von Peter, "The US dollar shortage in global banking and the international policy response", *International Finance*, vol. 15, n. 2, giugno 2012.
- ¹⁰ Per una spiegazione del metodo di calcolo, cfr. McGuire e von Peter, *ibid*.
- ¹¹ I prestiti internazionali non tengono conto di oltre \$10 000 miliardi di posizioni esclusivamente nazionali delle banche statunitensi.
- ¹² Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ¹³ Cfr. V. Baklanova, O. Dalton e S. Tompaidis, "Benefits and risks of central clearing in the repo market", *Office of Financial Research Brief Series*, n. 17-04, marzo 2017.
- ¹⁴ Cfr. I. Fender e P. McGuire, "Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010, pagg. 63-79; e N. Cetorelli e L. Goldberg, "Liquidity management of US global banks: internal capital markets in the great recession", *Journal of International Economics*, vol. 88, n. 2, novembre 2012, pagg. 299-311.
- ¹⁵ Durante la Grande Crisi Finanziaria le attività locali contabilizzate dalle filiali estere delle banche, in particolare se finanziate da passività locali in valuta locale, tendevano a essere più stabili rispetto alle attività transfrontaliere e intragruppo. Cfr. ad esempio R. McCauley, P. McGuire e G. von Peter, "After the global financial crisis: from international to multinational banking?", *Journal of Economics and Business*, vol. 64, n. 1, gennaio-febbraio 2012, pagg. 7-23.
- ¹⁶ Per un approfondimento, cfr. CSFG, *EME banking systems and regional financial integration*, *CGFS Papers*, n. 51, marzo 2014.
- ¹⁷ Cfr. CBVB-CPIM-FSB-IOSCO, *Progress report on the CCP workplan*, agosto 2016.
- ¹⁸ Cfr. CSFG, *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, *CGFS Papers*, n. 45, novembre 2011.
- ¹⁹ Cfr. R. McCauley e J.-F. Rigaudy, "Managing foreign exchange reserves in the crisis and after", *BIS Papers*, n. 58, ottobre 2011.
- ²⁰ Per maggiori dettagli, cfr. D. Domanski, I. Fender e P. McGuire, "Considerazioni sulla liquidità globale", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2011 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- ²¹ Cfr. BCE, "L'esperienza maturata con gli swap fra banche centrali per l'offerta di liquidità", *Bollettino mensile*, agosto 2014; e CSFG, *Designing frameworks for central bank liquidity assistance: addressing new challenges*, *CGFS Papers*, n. 58, aprile 2017.
- ²² Oltre all'autoassicurazione attraverso riserve valutarie, una possibile alternativa alle linee di swap è costituita dagli accordi per la collateralizzazione transfrontaliera. Tali accordi possono fungere da fattori di attenuazione degli shock efficaci in caso di malfunzionamento di singoli mercati della provvista locali. Gli accordi per la collateralizzazione transfrontaliera permettono di rendere disponibile per le affiliate estere la liquidità delle banche centrali, a fronte di un insieme più ampio di attività altrimenti non disponibile, agevolando l'intervento delle banche centrali nei periodi di tensione. Cfr. CSFG (2014), *op. cit*.

VI. Comprendere la globalizzazione

Negli ultimi cinquant'anni la globalizzazione ha avuto un impatto profondamente positivo sulla vita delle persone. Ciò nondimeno, nonostante i suoi sostanziali benefici, è stata ritenuta responsabile di molti dei difetti dell'economia e della società moderna. La globalizzazione è stata oggetto di critiche più severe di quelle che sono state rivolte all'innovazione tecnologica e ad altre tendenze di lungo periodo che potenzialmente hanno avuto conseguenze ancora più profonde. Questo capitolo racconta come l'accresciuta globalizzazione economica – con il rafforzamento del commercio e dell'integrazione finanziaria – abbia contribuito a un notevole miglioramento del tenore di vita. I costi di aggiustamento e i rischi finanziari devono essere gestiti con attenzione ma non giustificano una contestazione della globalizzazione¹.

Il commercio e l'apertura finanziaria sono profondamente simbiotici. L'integrazione commerciale non solo fa affidamento sui legami finanziari ma li genera. Le banche che svolgono operazioni internazionali sostengono il credito al commercio e accompagnano i loro clienti nei mercati esteri. Le negoziazioni denominate in valuta estera possono richiedere una copertura, dato che le controparti accumulano posizioni internazionali. Le società possono costituire capacità in un paese straniero che ha una competenza attrattiva o una base di risorse ai fini dell'esportazione. La gestione delle posizioni finanziarie attive e passive costituite tramite il commercio stimola la creazione di legami finanziari più profondi, fra cui il commercio internazionale di servizi finanziari.

La maggiore integrazione economica a livello mondiale è stata ampiamente vantaggiosa. La globalizzazione è stata funzionale all'innalzamento del tenore di vita e ha contribuito a far uscire dalla povertà buona parte della popolazione mondiale. L'apertura commerciale ha permesso di migliorare notevolmente l'efficacia produttiva e le opportunità di consumo. L'apertura finanziaria, oltre a sostenere il commercio internazionale, offre nuove possibilità per la diversificazione dei rischi e per il conseguimento di rendimenti più elevati. Rende anche i finanziamenti più velocemente disponibili e facilita il trasferimento di conoscenze e di competenze tra diversi paesi.

La globalizzazione ha anche posto alcune sfide che sono ben note. I benefici derivanti dal commercio non sono stati distribuiti in modo uniforme a livello nazionale e le politiche interne non sono sempre riuscite a risolvere i problemi di coloro che non ne avevano beneficiato. Il necessario aggiustamento strutturale ha richiesto più tempo ed è risultato essere meno completo del previsto. Inoltre, se non è gestita in modo adeguato, la globalizzazione finanziaria può contribuire al rischio di instabilità, così come nel caso della liberalizzazione finanziaria nazionale. E, anche attraverso l'instabilità finanziaria, può accrescere le disuguaglianze. Ma la globalizzazione è spesso stata usata anche come capro espiatorio. In particolare, è stato ampiamente dimostrato che la globalizzazione non è la principale responsabile del concomitante aumento delle disuguaglianze all'interno dei paesi.

Cercare di invertire il processo di globalizzazione non sarebbe la risposta giusta alle sfide attuali. La globalizzazione, come l'innovazione tecnologica, è stata parte integrante dello sviluppo economico. In quanto tale, dovrebbe essere disciplinata e gestita in modo appropriato. I paesi possono attuare politiche nazionali che rafforzino la resilienza, come quelle volte a migliorare la flessibilità dei mercati dei prodotti e

del lavoro e quelle che migliorano l'adattabilità, come i programmi di riqualificazione professionale. Il fatto che vi siano strette connessioni tra paesi implica che le politiche e le azioni di ciascuno di essi hanno inevitabilmente un impatto sugli altri. Di conseguenza, la cooperazione internazionale deve affiancare le politiche nazionali. In particolare, un quadro regolamentare mondiale dovrebbe essere la base per un sistema finanziario internazionale solido e resiliente.

Questo capitolo illustra innanzitutto la profonda interconnessione dell'apertura commerciale e finanziaria e delinea uno schema stilizzato per l'analisi della globalizzazione. Traccia poi il percorso della globalizzazione da una prospettiva storica, partendo dalla sua "prima ondata" fino alla Prima guerra mondiale, passando per l'"inversione di tendenza" del periodo tra le due guerre, per arrivare alla "seconda ondata" del secondo dopoguerra. Il capitolo mostra come le recenti teorizzazioni in merito all'esistenza di un "picco della globalizzazione" siano fuorvianti. Analizza inoltre l'evoluzione della struttura del commercio e dell'integrazione finanziaria durante la seconda ondata. Tratta altresì dell'impatto della globalizzazione sul benessere economico, sottolineando come essa contribuisca alla crescita sostanziale dei redditi e al netto calo della povertà nonché dei rischi di stabilità finanziaria associati all'apertura finanziaria. La sezione finale del capitolo traccia alcune conclusioni, analizzando come le misure delle politiche possano accrescere ulteriormente i benefici della globalizzazione e minimizzare i costi di aggiustamento.

Interconnessioni delle aperture commerciale e finanziaria

L'apertura commerciale e quella finanziaria a livello internazionale non possono essere disgiunte. Il commercio è facilitato dai collegamenti finanziari, come i pagamenti e i prestiti internazionali, e a sua volta ne crea, come l'accumulazione di attività e passività a livello internazionale. Di conseguenza, non sorprende che i paesi più aperti in termini commerciali tendano ad avere anche una maggiore apertura finanziaria (grafico VI.1, diagramma di sinistra).

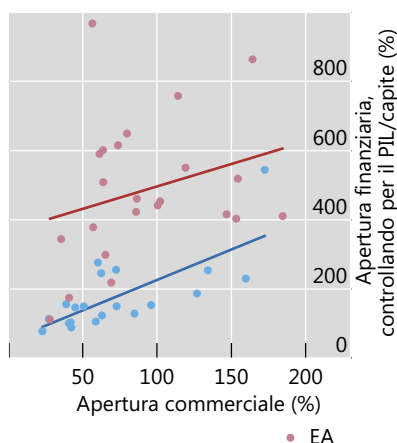
Tuttavia, la relazione tra l'apertura reale e finanziaria evolve con il grado di integrazione e di sviluppo. Da un punto di vista concettuale, si può pensare a tre strati di globalizzazione. Il primo strato, il più basilare, è costituito dal commercio di materie prime e prodotti finiti e dai corrispondenti collegamenti finanziari internazionali semplici, come i pagamenti transfrontalieri. Nel secondo strato troviamo relazioni commerciali e connessioni finanziarie più complesse, tra cui il commercio di beni e servizi intermedi derivanti dalla frammentazione della produzione in base all'efficienza dei paesi e dei corrispondenti sistemi di finanziamento. Il terzo strato riguarda l'utilizzo sempre più frequente delle transazioni finanziarie sempre più utilizzate per gestire attivamente le posizioni di bilancio. Queste posizioni includono le consistenze di attività e passività e le esposizioni in generale, create dai due primi strati, nonché l'allocazione e la diversificazione dei risparmi, non necessariamente legati al commercio. Il terzo strato introduce quindi una separazione tra l'apertura reale e finanziaria.

I legami più immediati tra l'apertura commerciale e finanziaria si hanno nel primo strato di globalizzazione. In questo strato il commercio è trainato principalmente dalle dotazioni di risorse naturali ed è direttamente sostenuto da una gamma di servizi finanziari internazionali. Il commercio si realizza tramite pagamenti internazionali, che includono quasi sempre contrattazioni valutarie. I pagamenti commerciali sono generalmente denominati in una valuta internazionale piuttosto

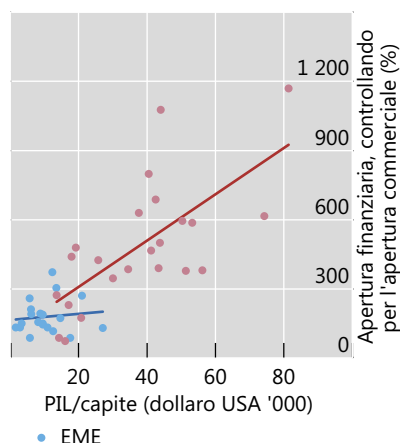
L'apertura finanziaria aumenta di pari passo con l'incremento dell'apertura commerciale e del PIL pro capite

Grafico VI.1

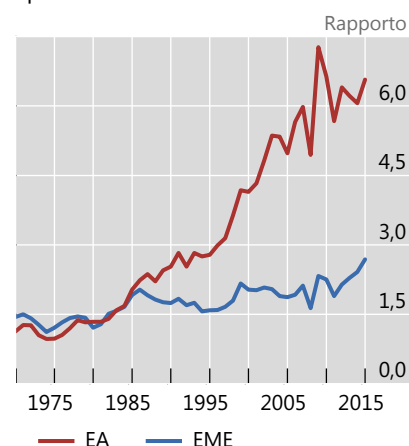
Apertura finanziaria e commerciale



Apertura finanziaria e PIL pro capite



Rapporto tra apertura finanziaria e apertura commerciale¹



Apertura finanziaria = (attività + passività estere)/PIL; apertura commerciale = (esportazioni + importazioni)/PIL; apertura finanziaria controllando per il PIL/capite (per l'apertura commerciale) = apertura finanziaria meno la parte relativa al PIL /capite depurato della media (all'apertura commerciale depurata della media) in caso di regressione dell'apertura finanziaria sul PIL/capite e l'apertura commerciale.

EA = AT, AU, BE, CA, CH, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IT, JP, LT, LV, NO, PT, SE, SI, SK e US; EME = AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR e ZA.

¹ Mediana tra i paesi elencati in ogni gruppo eccetto CH, CN, CZ, EE, HU, KR, LT, LV, PL, PT, RU, SI e SK.

Fonti: Lane e Milesi-Ferretti (2017); Banca mondiale; elaborazioni BRI.

che in quella dell'esportatore o dell'importatore: circa metà di tutti gli scambi internazionali è fatturato in dollari USA e quasi un quarto in euro (anche escludendo, rispettivamente, il commercio degli Stati Uniti e dei paesi dell'area dell'euro)². Inoltre, dato che, a causa dei tempi di spedizione e del processo doganale, le transazioni internazionali necessitano di tempo per essere finalizzate, esse richiedono un finanziamento supplementare. Il finanziamento commerciale delle banche facilita circa un terzo del commercio internazionale; tra un quarto e un terzo di esso è ascrivibile alle grandi banche internazionali³. Le lettere di credito, tramite le quali una banca garantisce il pagamento alla consegna dei beni, costituiscono circa un sesto degli scambi.

Nel secondo strato di globalizzazione, i collegamenti finanziari internazionali supportano una specializzazione di grado più elevato del commercio e della produzione, in particolare per quanto riguarda il commercio di beni intermedi. La produzione può avvenire tramite la detenzione di attività operative estere costituite da investimenti diretti esteri (IDE), l'esternalizzazione verso società estere o una produzione segmentata in una catena di valore mondiale (CVM). Questo tipo più complesso di commercio può essere accompagnato dalla crescita di aziende multinazionali, che forniscono numerosi mercati spesso attraverso affiliate estere che si occupano della produzione mentre la ricerca e lo sviluppo rimangono nella casa madre⁴. Questa struttura produttiva, più intricata, richiede un finanziamento maggiore e spesso più complesso. Gli investimenti collegati alle CVM possono richiedere finanziamenti transfrontalieri, spesso in valuta estera. E catene di produzione più lunghe potrebbero implicare più capitale circolante e maggiori esposizioni in valuta estera⁵. La finanza può promuovere il commercio riducendo

questi rischi, per esempio attraverso i derivati o l'erogazione di prestiti in valuta estera per compensare i flussi di reddito corrispondenti.

Il terzo strato di globalizzazione è caratterizzato da legami finanziari intricati condotti unicamente a scopi finanziari. Questo strato si basa sugli altri due in quanto gli scambi hanno generato le consistenze di attività e passività che devono essere gestite finanziariamente. Più in generale, la domanda e l'offerta di prodotti e servizi finanziari più sofisticati aumenta con la ricchezza delle aziende e delle famiglie. In un certo verso, contribuendo all'incremento della crescita del reddito, il commercio sostiene anche il terzo strato di globalizzazione. L'apertura finanziaria tende ad aumentare marcatamente parallelamente ai livelli di reddito (grafico VI.1, diagramma centrale). Tuttavia le posizioni estere attive e passive lorde aumentano molto di più delle posizioni nette, il che rivela la natura più indipendente dei legami finanziari: l'apertura finanziaria ha sostanzialmente sopravanzato quella reale a partire dalla fine degli anni ottanta, in particolare nelle economie avanzate (grafico VI.1, diagramma di destra).

I tre strati hanno alcuni punti in comune. Uno è l'uso delle valute internazionali. Il dollaro USA, valuta internazionale dominante, non è usato per denominare solo circa la metà degli scambi, ma anche approssimativamente metà degli impieghi bancari transfrontalieri e più del 60% delle attività in valuta estera delle banche centrali e figura nel 90% delle transazioni valutarie. Di conseguenza, il dollaro gioca un ruolo centrale nel determinare le condizioni finanziarie mondiali (cfr. anche il Capitolo V). Un altro elemento in comune è costituito dalla presenza di istituzioni finanziarie attive a livello internazionale che operano in molti paesi di diversi continenti. Attraverso la loro presenza internazionale e la loro sofisticatezza, esse facilitano il trasferimento internazionale dei rischi di finanziamento e finanziari. I bilanci gestiti a livello consolidato creano stretti legami finanziari internazionali.

L'evoluzione della globalizzazione

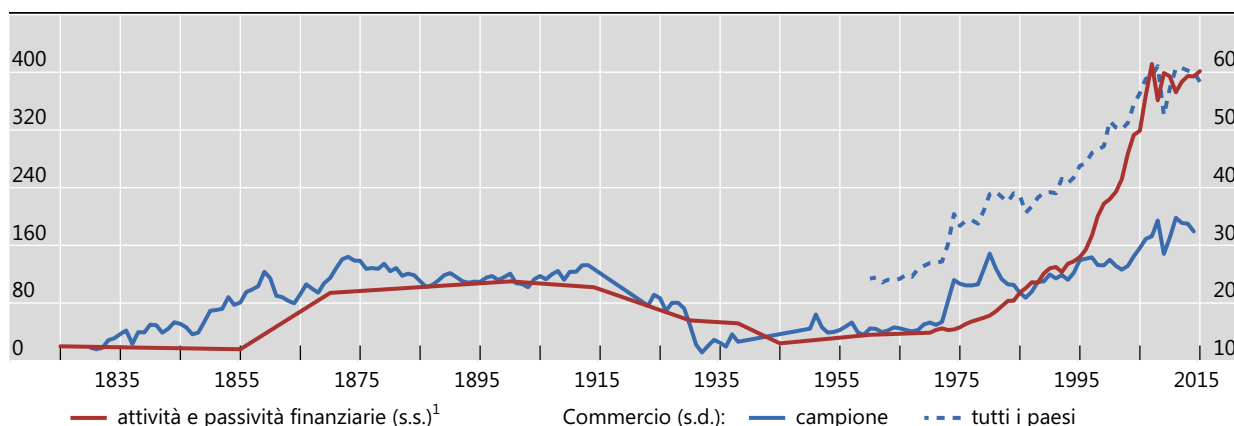
Durante la prima ondata di globalizzazione, che è poi terminata con la Prima guerra mondiale e la Grande Depressione, vi è stato un sostanziale aumento delle connessioni transfrontaliere reali e finanziarie. L'apertura commerciale per le principali economie dell'epoca, calcolata come rapporto tra le importazioni più le esportazioni e il PIL, è più che raddoppiata dall'inizio dell'Ottocento, per avvicinarsi al 30% all'inizio del Novecento (grafico VI.2)⁶. La crescita dell'apertura finanziaria, misurata prendendo in considerazione i portafogli di investimento in mano agli stranieri come quota del PIL, è stata altrettanto marcata, in particolare per quanto riguarda i flussi di capitale verso le colonie. Tuttavia la prima ondata di globalizzazione è stata relativamente semplice: la maggior parte delle transazioni è avvenuta nel primo o nel secondo strato. Come il suo sviluppo, anche la fine della prima ondata di globalizzazione è stata degna di nota, marcata dalla forte e quasi totale inversione di tendenza del periodo tra le due guerre. Molti fattori hanno contribuito a questo declino, non ultimo un protezionismo crescente, a cui è riconducibile circa la metà del calo del commercio mondiale durante la Grande Depressione⁷.

La seconda ondata di globalizzazione, che ha avuto inizio dopo la Seconda guerra mondiale, ha di gran lunga superato la prima. Con l'aumento degli scambi tra i paesi e quello del numero di paesi commercialmente attivi, l'apertura commerciale ha oltrepassato i suoi massimi del periodo precedente alla guerra. Per il mondo nel

La seconda ondata di globalizzazione economica supera la prima

In percentuale del PIL nazionale campione

Grafico VI.2



¹ Prima del 1970, calcolato moltiplicando per due le attività finanziarie esterne.

Fonti: Federico e Tena-Junguito (2017); Lane e Milesi-Ferretti (2017); Obstfeld e Taylor (2004); dati della Federal Reserve sui flussi di fondi; FMI, *Balance of Payments Statistics*; Banca mondiale; Department of the Treasury statunitense; analisi del McKinsey Global Institute; elaborazioni BRI.

suo insieme, l'apertura commerciale è raddoppiata a partire dal 1960 (grafico VI.2). I miglioramenti dei trasporti e delle comunicazioni hanno nuovamente giocato un ruolo importante, ma la liberalizzazione del commercio è stata un fattore molto più importante che nella prima ondata⁸. Nei vent'anni prima del 2005, la crescita del commercio è stata particolarmente rapida: la Cina e i paesi dell'ex blocco comunista sono rientrati nel commercio internazionale e il secondo strato di globalizzazione si è espanso velocemente. La specializzazione tramite la divisione delle fasi di produzione al di là dei confini nazionali ha avuto come risultato l'espansione senza precedenti delle CVM.

L'apertura finanziaria è aumentata di pari passo con l'apertura commerciale in entrambe le ondate, ma in modo molto più marcato nella seconda. Le stime disponibili, sebbene alquanto imperfette, suggeriscono che l'apertura finanziaria è triplicata rispetto al suo massimo del periodo precedente alla guerra. Le attività e le passività finanziarie esterne sono salite da circa il 36% del PIL nel 1960 a circa il 400% (\$293 000 miliardi) nel 2015.

La veloce espansione dell'apertura finanziaria a partire da metà degli anni novanta ha riguardato principalmente le economie avanzate. Rispetto al PIL, le posizioni esterne delle economie avanzate e delle economie emergenti (EME) sono state approssimativamente uguali fino ai primi anni novanta. Da allora, le attività e le passività finanziarie transfrontaliere delle economie avanzate sono balzate da circa il 135% a oltre il 570% del PIL. Al contrario, l'incremento registrato per le EME nello stesso periodo è stato più modesto, da circa il 100% al 180% del PIL.

Commercio

La natura del commercio è molto cambiata durante la seconda ondata di globalizzazione. Lo sviluppo economico, un maggiore accesso al mercato e il miglioramento dei trasporti e delle tecnologie di informazione e comunicazione hanno permesso di ampliare la gamma dei prodotti scambiati. Cinquanta anni fa le dotazioni di risorse naturali erano una determinante importante dei flussi

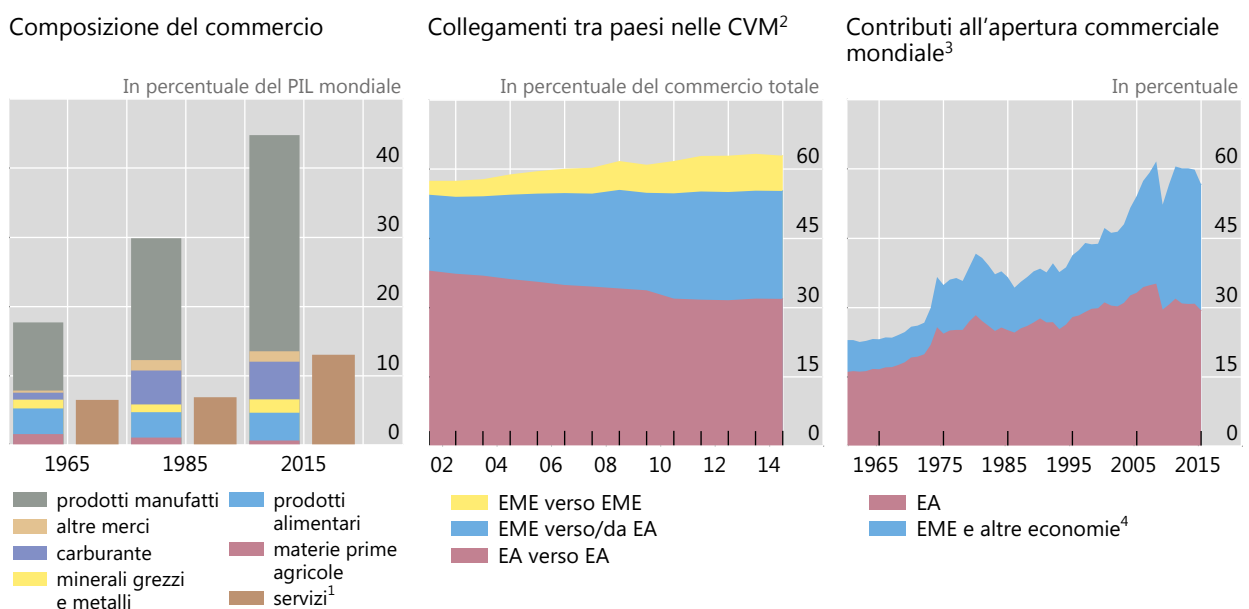
commerciali e la maggior parte degli scambi avvenivano nel primo strato di globalizzazione. Oggi la localizzazione della manodopera qualificata e non qualificata e le relative competenze è diventata più importante e il secondo strato di globalizzazione è ormai predominante. Nei primi anni sessanta i prodotti alimentari costituivano quasi un quarto dei beni scambiati mentre oggi rappresentano meno del 10% (grafico VI.3, diagramma di sinistra). Allo stesso modo, vi sono stati pochi cambiamenti nella quota degli scambi di carburante, metalli e minerali grezzi rispetto al PIL, eccetto le grandi oscillazioni dei prezzi. Al contrario, gli scambi di servizi, compresi quelli finanziari, sono aumentati negli ultimi trent'anni, passando dal 7 al 13% del PIL mondiale. E sino ad ora il più grande cambiamento riguarda la crescita del commercio di beni manufatti, che rappresentano oggi più della metà del commercio mondiale.

Le CVM sono state una determinante chiave della crescita commerciale, specialmente per quanto riguarda i beni manufatti, grazie ai miglioramenti in termini di accesso al mercato, trasporti e tecnologia⁹. Il processo è iniziato a metà degli anni ottanta, quando si è cominciato sempre di più a localizzare in paesi diversi compiti richiedenti un'elevata o una bassa qualificazione. Di conseguenza, gli scambi di beni e servizi intermedi rappresentano oggi quasi i due terzi del commercio mondiale totale.

La partecipazione delle EME nelle CVM è cresciuta nettamente. Nel 2014, le EME figuravano in metà del commercio attraverso CVM, calcolato mediante gli scambi di beni e servizi intermedi, in aumento rispetto a circa un terzo del 2001 (grafico VI.3, diagramma centrale). La quota di commercio che coinvolge le CVM tra le EME è più che duplicata. La Cina, da sola, è ora responsabile del 19% delle CVM, in crescita

Con il maggior coinvolgimento delle EME, il commercio è diventato più complesso

Grafico VI.3



¹ Valore imputato per il 1965. ² In base al commercio di beni e servizi intermedi. EA = AT, AU, BE, CA, CH, CY, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, JP, LT, LU, LV, MT, NL, NO, PT, SE, SI, SK e US; EME = BG, BR, CN, CZ, HR, HU, ID, IN, KR, MX, PL, RO, RU, TR, TW e resto del mondo. ³ Esportazioni e importazioni del gruppo di paesi diviso per il PIL mondiale. ⁴ Totale mondiale meno la quota delle economie avanzate.

Fonti: Banca mondiale; World Input-Output Database; elaborazioni BRI.

rispetto al 7%. E nelle EME l'integrazione commerciale è cresciuta più rapidamente che nelle economie avanzate, parallelamente alla crescita del loro peso nell'economia mondiale (riquadro VI.A, grafico VI.3, diagramma di destra).

Le grandi aziende multinazionali dominano il commercio mondiale e giocano spesso un ruolo predominante nelle CVM. Per esempio negli Stati Uniti circa il 90% del commercio vede coinvolte delle multinazionali e la metà riguarda entità collegate all'interno di una multinazionale¹⁰. Nonostante l'espansione del commercio nelle EME, le multinazionali restano prevalenti nelle economie avanzate.

Finanza

Da metà degli anni novanta l'apertura finanziaria delle economie avanzate ha registrato una forte accelerazione. Con le nuove opportunità derivanti dalla liberalizzazione finanziaria e dall'innovazione per la gestione delle posizioni e del rischio, le attività e le passività internazionali sono aumentate. Le passività esterne delle economie avanzate sono passate da meno dell'80% del PIL nel 1995 a più del 290% nel 2015. La quota sul PIL di ogni principale componente delle passività esterne è almeno duplicata. A riprova dell'importanza del terzo strato di globalizzazione, le passività per investimenti di portafoglio in titoli di debito sono quadruplicate e le passività per investimenti di portafogli in titoli azionari sono più che quintuplicate.

La maggiore integrazione finanziaria è stata più evidente nell'Europa avanzata, dove l'introduzione dell'euro ha contribuito all'aumento delle transazioni transfrontaliere. Tra il 2001 e il 2007, 23 punti percentuali dell'incremento delle passività esterne rispetto al PIL nelle economie avanzate erano riconducibili alle transazioni finanziarie all'interno dell'area dell'euro e ulteriori 14 punti percentuali alle attività finanziarie verso l'area dell'euro di paesi esterni alla regione.

Così come le aziende multinazionali giocano un ruolo chiave nel commercio, le grandi istituzioni finanziarie operanti a livello internazionale dominano in modo crescente nella finanza mondiale, in particolare nelle economie avanzate. Questi colossi hanno controllate e succursali in numerosi paesi di diversi continenti, dove si occupano non solo di transazioni finanziarie transfrontaliere ma anche di credito e debito a livello nazionale, che non sono classificate come transazioni internazionali secondo il regime di contabilizzazione utilizzato nella bilancia dei pagamenti. Ne risulta che le misure standard di apertura finanziaria basate sulla bilancia dei pagamenti tendono a sottostimare il grado di interconnessione mondiale (riquadro VI.B), così come nel caso del settore non finanziario, dove le controllate delle multinazionali producono anche per il mercato domestico.

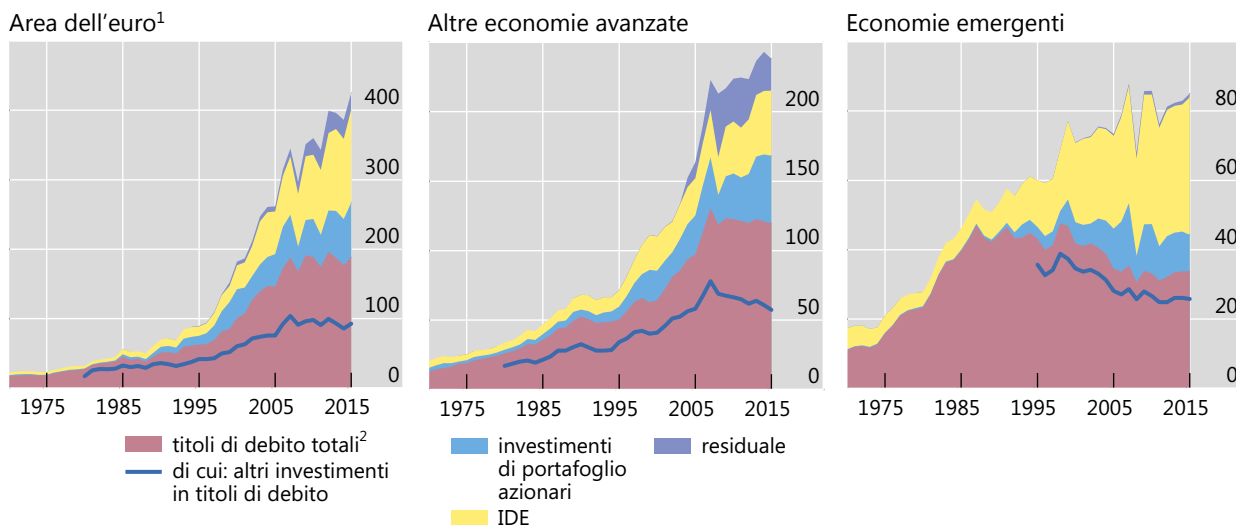
Per le EME, complessivamente, l'apertura del mercato finanziario è cresciuta a un ritmo solo leggermente più veloce dell'apertura commerciale, ma la composizione delle passività esterne è sostanzialmente cambiata, a supporto di una maggiore condivisione del rischio (grafico VI.4, diagramma di destra). A partire dall'inizio degli anni ottanta, la quota di azioni (investimenti di portafoglio azionari e componente azionaria degli investimenti diretti esteri (IDE)) è cresciuta notevolmente, a causa principalmente di due fattori.

In primo luogo, la maggiore integrazione commerciale nelle EME ha stimolato i flussi azionari, ad esempio tramite le CVM. In secondo luogo, i miglioramenti della qualità istituzionale e della governance nonché delle condizioni macroeconomiche hanno rafforzato l'interesse degli investitori per le esposizioni di lungo periodo delle

La diversa evoluzione delle posizioni sull'estero nelle EA e nelle EME

Passività lorde sull'estero in percentuale del PIL

Grafico VI.4



La lista completa dei paesi è disponibile all'indirizzo http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

¹ Le serie per l'area dell'euro sono elaborate sommando le serie rispettive dei singoli paesi; le posizioni all'interno dell'area dell'euro non sono compensate. ² Per i periodi di tempo in cui si riporta la curva relativa agli "altri investimenti in titoli di debito", la differenza tra il debito totale e gli "altri investimenti in titoli di debito" è ascrivibile principalmente agli "investimenti di portafoglio in titoli di debito", sebbene vi sia anche un piccolo residuo di titoli di debito non classificati.

Fonti: Lane e Milesi-Ferretti (2017); elaborazioni BRI.

EME. Questi fattori sono stati particolarmente importanti nel caso degli IDE in quanto essi dipendono da considerazioni macroeconomiche di più lungo termine¹¹.

Tuttavia l'aumento della condivisione del rischio non è forte quanto sembrerebbe suggerire l'incremento della quota totale di IDE rispetto ai flussi di capitali internazionali. Questo perché, in primo luogo, i flussi degli IDE consistono non solo di azioni ma anche di titoli di debito, che incorporano meno condivisione del rischio. Questa componente obbligazionaria comprende i flussi (non finanziari) tra società, trainati dalle emissioni delle società non finanziarie offshore e dalle attività di investimento¹². Di conseguenza, gli IDE in titoli di debito tendono a comportarsi più come gli investimenti di portafoglio in obbligazioni che come i più stabili IDE in azioni. In secondo luogo, una gran parte del recente aumento riflette posizioni nei confronti dei centri finanziari che, in una certa misura, rispecchia la maggiore complessità della struttura delle società multinazionali più che la crescita degli investimenti *green field* tradizionali¹³.

La composizione delle attività esterne delle EME è molto diversa da quella delle loro passività. Ciò rispecchia il modo in cui le EME hanno risposto alla crescita della globalizzazione del terzo strato tra le economie avanzate. L'aumento dell'entità e l'ampliamento della gamma delle interazioni finanziarie globali hanno reso le EME più vulnerabili agli shock finanziari, come dimostrato dalle crisi finanziarie degli anni ottanta e novanta. Queste crisi hanno spinto molti governi delle EME ad accumulare riserve valutarie consistenti. Inoltre la combinazione dell'aumento dei redditi, dell'elevato risparmio e della limitata disponibilità di attività nazionali sicure nelle EME ha fatto aumentare la domanda del settore privato per le attività delle economie avanzate.

La globalizzazione ha raggiunto il suo picco?

A partire dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-2009, la crescita della globalizzazione è stata contenuta¹⁴. Il commercio internazionale è crollato durante la GCF e, nonostante una rapida ripresa, è rimasto relativamente debole (grafico VI.3, diagramma di destra)¹⁵. In termini reali, il commercio mondiale è cresciuto pressoché in linea con il PIL mondiale. Ciò colpisce dato che il commercio aveva sempre sopravanzato il PIL da metà del XIX secolo, fatta eccezione per gli anni tra le due guerre. In termini nominali, il commercio risulta essere anche più debole e non riesce a tenere il passo con la crescita del PIL a causa del crollo dei prezzi relativi dei beni e dei servizi scambiati, in particolare le materie prime. La GCF ha anche arrestato il rapido aumento delle misure standard di apertura finanziarie basate sulla bilancia dei pagamenti. Le consistenze mondiali di attività e passività esterne nel 2015 non si sono allontanate molto dal picco del 2007, pari a più del 400% sul PIL mondiale, in netto contrasto con l'aumento di quasi 190 punti percentuali tra il 2000 e il 2007 (grafico VI.2).

L'interazione dei fattori reali e finanziari nei primi due strati di globalizzazione spiega in parte l'allentamento dell'apertura commerciale e finanziaria. Nelle prime fasi della GCF, l'inasprimento delle condizioni finanziarie ha amplificato il brusco calo del commercio¹⁶. Sono precipitate le esportazioni dei beni di consumo durevoli e dei beni di investimento più dipendenti dai finanziamenti e sono diminuite la propensione all'indebitamento e la disponibilità dei fondi. Da allora altri fattori comuni sono diventati più importanti. La debolezza, causata dalla caduta della domanda degli investimenti in capitale fisico che richiedono molte operazioni commerciali, ha anch'essa depresso i flussi finanziari internazionali corrispondenti. La debolezza della ripresa economica in Europa – una regione dove le operazioni commerciali sono numerose e l'apertura finanziaria è elevata – ha anch'essa avuto un ruolo importante. Più in generale, il ridimensionamento del commercio e dell'apertura finanziaria riflette una volontà di ridurre il rischio da parte sia delle istituzioni finanziarie, come è logico, sia di società di altri settori, come è emerso nel crollo delle CVM sensibili alle perturbazioni.

Tuttavia, per lo meno per quanto riguarda la finanza, l'apparente stallo della globalizzazione deve essere interpretata con cautela. In primo luogo, le misure convenzionali sovrastimano in un certo modo la riduzione dell'apertura. Nonostante sia stagnante a livello mondiale, il coefficiente di passività esterne rispetto al PIL ha continuato a crescere sia per le economie avanzate sia per le EME nel periodo successivo alla crisi (grafico VI.4). Questa apparente anomalia si deve al fatto che il livello di globalizzazione finanziaria è molto più basso per le EME che per le economie avanzate e quindi la percentuale di crescita sul PIL mondiale deprime l'indicatore mondiale di globalizzazione finanziaria. La crescita dell'apertura finanziaria per le economie avanzate è rallentata notevolmente a partire dalla crisi mentre per le EME si è mantenuta costante.

In secondo luogo, il ridimensionamento della globalizzazione finanziaria si è limitato ad alcuni tipi di flussi. Ha riguardato principalmente i prestiti bancari transfrontalieri, una componente che ha alimentato la rapida espansione pre-crisi del terzo strato di globalizzazione, che è fortemente prociclico¹⁷. Pertanto, almeno una parte dell'attuale contrazione riflette una sana correzione di posizioni non sostenibili del periodo precedente alla crisi¹⁸. Inoltre, la contrazione del credito transfrontaliero è stata in parte compensata da un incremento dei flussi degli investimenti di portafoglio in titoli di debito. I mercati obbligazionari e gli asset manager, spinti da rendimenti bassi e a volte negativi, hanno ampiamente colmato il divario lasciato

dalle banche in quella che è stata definita come la “seconda fase della liquidità globale”¹⁹. Gli IDE e gli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno continuato a crescere.

Infine, la contrazione del credito bancario non risulta essere così grave quando è calcolata usando parametri alternativi di apertura finanziaria. Le cifre qui sopra si basano sulla *residenza* delle unità economiche, ovvero il modo in cui la bilancia dei pagamenti è costruita. Una misura complementare si basa sulla localizzazione delle sedi centrali di queste unità, ovvero la *nazionalità*, e consolida il bilancio corrispondente. Questo indicatore rivela qual è l'entità che prende le decisioni ed è particolarmente importante per le banche attive a livello internazionale dato che include le operazioni dei loro uffici esteri. Come indicano le statistiche bancarie internazionali BRI (IBS), questa componente transnazionale è stata molto più stabile nel periodo successivo alla crisi (riquadro VI.B). Inoltre, vi sono alcune evidenze che le banche delle EME, molte delle quali non figurano nelle IBS, hanno rafforzato la loro presenza internazionale attraverso gli uffici esteri. Questa tendenza è particolarmente marcata a livello regionale²⁰.

Globalizzazione e benessere

La globalizzazione ha contribuito notevolmente a innalzare gli standard di vita nel mondo intero e ha stimolato la crescita dei redditi. Negli ultimi trent'anni essa ha costituito un fattore determinante nel vasto calo della percentuale di popolazione mondiale che vive in condizioni di forte povertà, oltre che nella riduzione delle disuguaglianze di reddito tra i diversi paesi (grafico VI.5, diagramma di sinistra)²¹. Ad

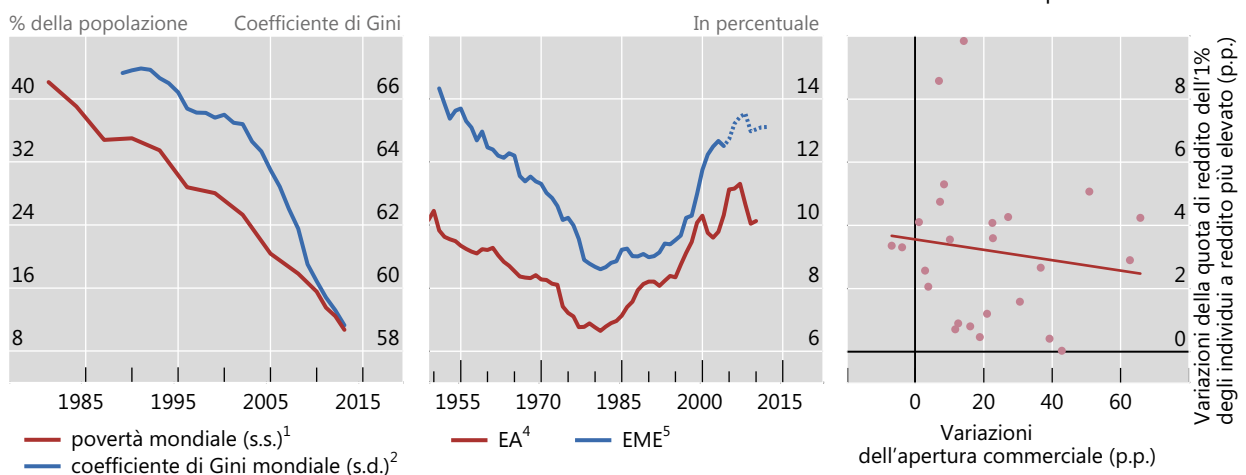
La disuguaglianza si è ridotta a livello mondiale, ma il suo aumento a livello nazionale non è attribuibile principalmente al commercio

Grafico VI.5

Disuguaglianza a livello mondiale

Quota di reddito percepito dall'1% degli individui a reddito più elevato³

Variazioni dell'apertura commerciale e della quota di reddito dell'1% degli individui a reddito più elevato⁶



¹ Quota di popolazione che vive al di sotto della soglia di povertà a \$1,90/giorno (PPA del 2011). ² Stime del coefficiente di Gini di 128 paesi ottenute mediante una distribuzione log-normale deterministica, tratte da Darvas (2016). ³ Media semplice delle economie elencate. ⁴ AU, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IE, IT, JP, NL, NO, NZ, PT, SE e US. ⁵ AR, CN, ID, IN, KR, MY, SG e ZA. A causa della limitatezza dei dati, la linea tratteggiata non tiene conto di AR, ID e IN. ⁶ Variazioni dal 1985 al 2012, eccetto per: IN, variazione dal 1999; AR e ID, variazione dal 2004; PT, variazione dal 2005; IE e IT, variazione dal 2009; CA, CH, DK e JP, variazione dal 2010; DE, variazione dal 2011. Il campione dei paesi è lo stesso utilizzato nel diagramma centrale.

Fonti: Darvas (2016); Banca mondiale; World Wealth and Income database.

esempio, la povertà è diminuita notevolmente in Cina, dove lo sviluppo dei settori orientati all'esportazione è stato il motore primo della rapida crescita del PIL e dei redditi.

Nello stesso arco di tempo, la distribuzione degli aumenti in termini di reddito non è stata uniforme. Le classi medie delle EME in rapida espansione e i cittadini più ricchi delle economie avanzate hanno goduto dei maggiori guadagni, mentre le classi medio-alte del mondo intero hanno registrato una limitata crescita dei redditi²². Ciò ha portato a un aumento delle disuguaglianze di reddito all'interno di uno stesso paese nelle economie avanzate e persino in diverse EME. Dalla metà degli anni ottanta la quota di reddito percepito dall'1% degli individui a reddito più elevato è cresciuta significativamente (grafico VI.5, diagramma centrale)²³, in contrasto con la flessione osservata nel periodo tra le due guerre, che è stata attribuita alla distruzione del capitale e alle politiche regolamentari e di bilancio, e che è perdurata in seguito per diversi decenni²⁴. Un certo grado di disuguaglianza di reddito dovuto alla ricompensa derivante dagli sforzi compiuti può stimolare la crescita mediante la creazione di incentivi all'innovazione. Ma un alto livello di disuguaglianza sembra essere pregiudizievole per la crescita e ha indebolito il sostegno dell'opinione pubblica nei confronti della globalizzazione²⁵.

Chiari riscontri empirici mostrano che la causa principale che ha condotto all'aumento delle disuguaglianze di reddito all'interno di uno stesso paese non è la globalizzazione, ma la tecnologia²⁶. Ciò nonostante, i detrattori della globalizzazione hanno spesso confuso le sfide che essa pone con i fattori alla base di diversi mali economici e sociali.

Globalizzazione e crescita

Sia l'apertura commerciale sia quella finanziaria hanno il potere di innalzare il tasso di crescita economica. Gli scambi commerciali tra le nazioni accrescono le dimensioni dei mercati e rafforzano la concorrenza tra le aziende. Ciò migliora l'efficienza dato che la produzione viene concentrata nelle aziende più produttive, ovunque si trovino. Le società più produttive si espandono, realizzando maggiori economie di scala e migliorando ulteriormente la loro efficienza, mentre quelle meno efficienti riducono le loro attività, con un aumento della produttività aggregata. Nel complesso, il commercio si è rivelato un fattore di stimolo per la crescita in diverse economie. Inoltre, esso va a diretto beneficio dei consumatori, i quali possono scegliere tra una maggiore varietà di prodotti di migliore qualità²⁷.

L'apertura finanziaria dovrebbe inoltre stimolare la crescita permettendo un'allocazione del capitale più efficiente e agevolando il trasferimento di tecnologie e know-how. La possibilità di detenere attività finanziarie estere accresce le opportunità di rendimenti più elevati e di diversificazione del rischio. L'iniezione di capitale estero può permettere alle aziende a corto di capitale di finanziarsi, rafforzando la concorrenza e l'efficienza reali. Gli investimenti diretti esteri possono produrre benefici ancora maggiori attraverso il trasferimento di conoscenze e tecnologie e la diffusione di prassi ottimali.

I lavori empirici non hanno universalmente identificato aumenti di reddito o maggiore crescita da un incremento dell'apertura dei mercati finanziari. Una ragione può risiedere nel fatto che si tratta di una relazione non monotonica: è possibile che i benefici emergano solo a condizione che siano raggiunte determinate soglie di sviluppo del mercato finanziario, la qualità delle istituzioni, l'assetto di governance, le politiche macroeconomiche e l'integrazione del commercio internazionale del paese

destinatario. Un'altra ragione potrebbe essere che i vantaggi derivanti dalla deregolamentazione delle operazioni in conto capitale possano essere meno diretti e richiedere tempo per essere rilevati²⁸. Infine, ma non da ultimo, diversi studi empirici esistenti trattano l'apertura commerciale e quella finanziaria come variabili indipendenti, presupponendo quindi implicitamente che l'integrazione commerciale possa verificarsi anche in assenza di integrazione finanziaria. Ciò nondimeno, come spiegato in precedenza, l'apertura commerciale tende ad andare di pari passo con quella finanziaria.

Globalizzazione e disuguaglianze

Non vi è dubbio che il reddito nazionale aumenti con il commercio. Tuttavia, i guadagni non sono distribuiti uniformemente, mettendo in evidenza una caratteristica generale del dinamismo economico. Di fronte a nuovi concorrenti le aziende meno efficienti riducono le loro attività, mentre quelle nuove possono impiegare un certo lasso di tempo per entrare sul mercato, a causa, ad esempio, di ostacoli normativi o finanziari. La distribuzione di vincitori e perdenti non è omogenea tra competenze, livelli di reddito e ubicazioni. In linea generale, gli scambi commerciali tra le economie avanzate e le EME accrescono il rendimento della manodopera qualificata delle economie avanzate, che scarseggia relativamente a livello mondiale. I redditi della manodopera non qualificata nelle economie avanzate, invece, possono diminuire a causa della maggiore concorrenza proveniente dal vasto serbatoio di lavoratori non qualificati delle EME. All'opposto, questi ultimi possono risultare avvantaggiati. Allo stesso tempo, gli scambi commerciali possono anche determinare relative riduzioni dei prezzi dei beni consumati in larga misura dalle famiglie a basso reddito, aumentando il loro potere d'acquisto relativo²⁹. Trattandosi di effetti che si compensano a vicenda, l'impatto netto dell'apertura commerciale sulle disuguaglianze non può essere determinato con certezza nei modelli economici.

Esistono anche dei canali contrapposti attraverso i quali l'apertura finanziaria potrebbe influenzare le disuguaglianze di reddito. Se l'apertura finanziaria aumenta la capacità degli individui a basso reddito di prendere denaro in prestito, essa può potenziare le loro opportunità di generare reddito. Di fatto, ci sono prove che un maggiore accesso ai finanziamenti (a livello nazionale) può determinare un aumento dei redditi dei cittadini poveri³⁰. Per converso, se l'apertura finanziaria, e in particolare gli investimenti diretti esteri, accresce l'intensità di capitale e i rendimenti delle competenze, i benefici possono andare a vantaggio degli individui a reddito più elevato. L'apertura finanziaria potrebbe inoltre accrescere le disuguaglianze di reddito nel caso in cui le istituzioni nazionali non siano abbastanza forti da impedire ai gruppi di interesse di coglierne i vantaggi associati³¹.

Un altro modo attraverso il quale l'apertura commerciale e quella finanziaria possono rafforzare le disuguaglianze è favorendo la generazione di reddito dalle fonti di capitale. La maggiore mobilità internazionale dei beni e dei capitali rispetto a quella della manodopera può ridurre il potere della determinazione del "prezzo" di quest'ultima, spingendo al ribasso i salari, e rendere più difficile la tassazione del capitale, contribuendo a un'imposizione più elevata sui redditi da lavoro³². Tali effetti accrescono verosimilmente le disuguaglianze, dato che le famiglie a basso reddito fanno principalmente affidamento su questi redditi.

Nella pratica, le aperture commerciale e finanziaria sembrano aver contribuito solo in maniera esigua all'accrescere delle disuguaglianze di reddito (grafico VI.5, diagramma di destra). Nel caso della globalizzazione finanziaria, questo effetto ha

avuto verosimilmente un'incidenza di poco maggiore nei paesi a basso reddito³³. Ma il fattore dominante sembra piuttosto essere la tecnologia: i rendimenti della manodopera qualificata, che si avvale più intensamente della tecnologia, sono cresciuti notevolmente³⁴.

Sebbene la globalizzazione sia stata collegata al calo della quota dei redditi da lavoro, l'evidenza indica che non si tratta dell'unico fattore determinante. In alcuni paesi e settori caratterizzati da un elevato livello di apertura, come la Francia e il Regno Unito, e l'agricoltura e i servizi finanziari e commerciali, questo calo non si è verificato. Inoltre, in diverse economie le maggiori flessioni della quota di reddito da lavoro si sono verificate nei settori dei servizi al consumo e dei servizi di pubblica utilità già regolamentati, molti dei quali non soggetti al commercio, dove i rendimenti sono scesi conseguentemente a riforme strutturali. In diversi altri paesi, il calo della quota del reddito da lavoro è stato principalmente dovuto all'incremento dei prezzi degli alloggi (incluse le locazioni imputate ai proprietari)³⁵.

Un aspetto importante da considerare è che l'impatto del commercio sulle disuguaglianze dipende dagli ostacoli all'adeguamento. In alcuni casi, in aree fortemente colpite, ci sono state persistenti contrazioni economiche localizzate. Il calo dell'occupazione e dei salari nelle aziende esposte alla concorrenza internazionale è stato aggravato dalla riduzione dei loro acquisti presso i fornitori, spesso situati nelle vicinanze. Ciò ha avuto ripercussioni sulla spesa aggregata nella comunità locale³⁶. Questi effetti possono essere duraturi se la forza lavoro non è mobile tra le regioni e i settori.

Globalizzazione e stabilità finanziaria

Uno dei meccanismi specifici attraverso il quale la globalizzazione può influire sulla crescita economica, sulla povertà e sulle disuguaglianze è il suo impatto sulla stabilità finanziaria. Le crisi finanziarie possono avere come conseguenza una perdita di reddito permanente, produrre un effetto devastante sulla povertà e accrescere le disuguaglianze³⁷.

Proprio come succede nel caso di una liberalizzazione finanziaria mal gestita a livello nazionale, un'apertura finanziaria incondizionata può contribuire a creare instabilità finanziaria, se non vengono messe in atto sufficienti misure di salvaguardia. Non è una coincidenza se le crisi finanziarie sono state un fenomeno relativamente diffuso durante la prima ondata di globalizzazione, per poi ridursi a pochi casi nella successiva epoca di repressione finanziaria, durata fino alla fine degli settanta. Le crisi finanziarie nelle EME degli anni ottanta e novanta hanno implicato delle brusche inversioni di rotta dei flussi di capitale. E durante la GCF si sono osservati vasti effetti di propagazione tra i sistemi finanziari nazionali. Inoltre, l'apertura finanziaria può avere delle ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria se riduce l'efficacia della politica monetaria interna indipendente³⁸.

Gli episodi passati di instabilità finanziaria hanno dimostrato l'importanza di tre meccanismi di propagazione internazionale. Innanzitutto, un capitale internazionale altamente mobile può avere un comportamento molto prociclico, amplificando le fasi di espansione finanziaria e le inversioni di rotta. In seguito, le esposizioni in valuta estera, in particolare in dollari, trasmettono condizioni finanziarie più stringenti a livello mondiale ed espongono i paesi a perdite in valuta. E, infine, stretti legami finanziari tra istituzioni operative a livello internazionale possono diffondere tensioni finanziarie, sebbene possano anche agire da ammortizzatori quando i problemi hanno un'origine interna.

Il credito internazionale è stata una fonte determinante di prociclicità. I suoi flussi tendono ad essere prociclici rispetto ai cicli economici e finanziari del paese destinatario. I prestiti bancari transfrontalieri e i flussi di investimenti di portafoglio in strumenti di debito sono entrambi positivamente correlati con i cicli economici e creditizi interni³⁹. I flussi di investimenti diretti esteri tendono ad essere aciclici, mentre i flussi di investimenti di portafoglio in azioni verso le economie avanzate sembrano persino essere leggermente anticiclici.

Lo stretto legame tra credito transfrontaliero e interno può acuire i rischi di instabilità finanziaria. Il credito transfrontaliero tende ad amplificare i boom creditizi interni agendo come fonte di finanziamento aggiuntiva: generalmente la componente transfrontaliera sopravanza la sua controparte domestica durante i boom finanziari, soprattutto quelli che precedono gravi tensioni finanziarie⁴⁰.

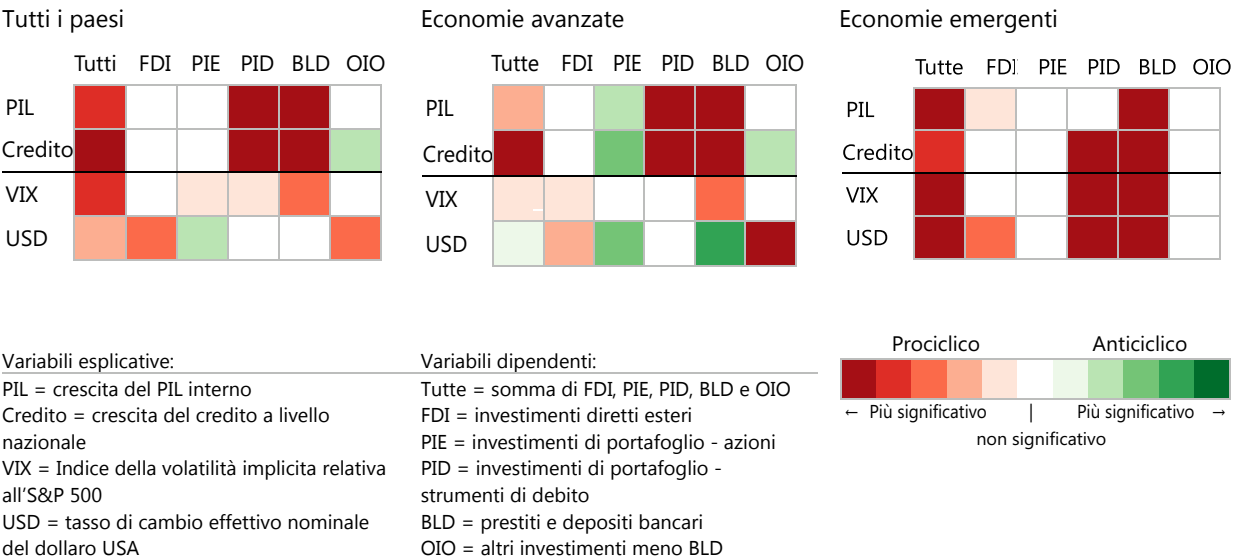
Anche i flussi di debito si sono mostrati sensibili a fattori internazionali. In particolare, i flussi creditizi e obbligazionari verso le EME sono stati sensibili all'avversione al rischio a livello mondiale e al rafforzamento del dollaro USA (grafico VI.6, diagrammi centrale e di destra). Di fatto, l'avversione al rischio mondiale, o perlomeno la sua misura storica (l'indice VIX), ha avuto un'incidenza non trascurabile sul credito bancario persino verso le economie avanzate. Recentemente, tuttavia, questa sensibilità sembra essere diminuita⁴¹. Per contro, vi è evidenza che la sensibilità del credito bancario transfrontaliero e dei flussi di portafoglio in strumenti di debito nei confronti della politica monetaria statunitense sia nettamente aumentata dalla GCF⁴².

L'elevata sensibilità dei flussi di capitale alla politica monetaria statunitense è una manifestazione dell'“eccessiva elasticità” del sistema monetario e finanziario

I flussi di debito sono maggiormente prociclici rispetto a quelli azionari

Sintesi delle stime dei coefficienti di regressione, per economia destinataria

Grafico VI.6



Per il PIL e il Credito, Prociclico (Anticiclico) si riferisce a una relazione positiva (negativa); per il VIX e l'USD, Prociclico (Anticiclico) si riferisce a una relazione negativa (positiva). Il codice-colore usato per ogni casella si basa su un indice che riflette la significatività statistica complessiva dei rispettivi coefficienti ottenuti da un insieme di regressioni su dati panel. La variabile dipendente in ciascuna regressione è il tipo di flusso di capitale rispettivo (rapportato al PIL); ogni regressione contiene una variabile esplicativa domestica e una mondiale, nonché gli effetti fissi dei paesi.

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics* e *World Economic Outlook*; Bloomberg; tassi di cambio effettivi elaborati dalla BRI e statistiche bancarie BRI su base locale; elaborazioni BRI.

internazionale, ossia la sua capacità di amplificare i boom e i bust finanziari e generare pertanto elevati costi macroeconomici⁴³. I canali attraverso i quali i regimi di politica monetaria interagiscono provocando questo eccesso di elasticità sono principalmente due. Nel primo, le impostazioni di politica monetaria nelle principali economie si diffondono al resto del mondo attraverso misure di resistenza all'apprezzamento del cambio, generalmente fondate su preoccupazioni circa la perdita di competitività (sul fronte dell'economia reale) e di possibili aumenti di afflussi di capitale (sul fronte finanziario). Il secondo canale è collegato al fatto che la prevalenza delle principali valute internazionali si estende ben al di là delle rispettive giurisdizioni nazionali⁴⁴.

Il canale delle valute internazionali è particolarmente importante nel caso del dollaro USA, la valuta dominante a livello internazionale. A fine 2016 le consistenze di credito denominato in dollari USA nei confronti di prenditori non bancari al di fuori degli Stati Uniti, un indicatore chiave delle condizioni mondiali di liquidità, erano pari a \$10 500 miliardi. Questo enorme peso sul piano estero significa che le variazioni di orientamento della politica monetaria statunitense influiscono notevolmente sulle condizioni finanziarie in altri paesi del mondo (riquadro VI.C). E dato che le autorità monetarie, comprese quelle che controllano la principali valute internazionali, si concentrano sulle condizioni nazionali, è possibile che finiscano col contribuire, seppur involontariamente, a provocare squilibri finanziari ben al di là delle proprie frontiere nazionali. È degno di nota che, nel contesto dell'orientamento eccezionalmente accomodante della politica monetaria statunitense, il credito in dollari USA ai prenditori non bancari delle EME sia quasi raddoppiato tra il 2008 e il 2016, raggiungendo quota \$3 600 miliardi a fine periodo.

Uno dei canali principali attraverso il quale la politica monetaria statunitense incide sulle condizioni finanziarie nel resto del mondo è il tasso di cambio del dollaro. Si tratta del cosiddetto "canale dell'assunzione di rischio delle oscillazioni dei tassi di cambio": il deprezzamento di una valuta di finanziamento internazionale appiana i bilanci dei debitori che presentano disallineamenti valutari e incrementa l'assunzione di rischio da parte dei creditori. Questo canale assume particolare rilevanza per i flussi di debito estero verso le EME (grafico VI.6, diagramma di destra) e può anche influenzare, in particolare, il commercio manifatturiero attraverso le catene di valore mondiali, molto sensibili alle condizioni finanziarie⁴⁵.

L'intermediazione delle valute internazionali, soprattutto del dollaro, può inoltre creare stretti legami tra le banche operative a livello mondiale. La GCF ha dimostrato come tale interconnessione abbia propagato tensioni sul fronte della raccolta tra le maggiori banche del mondo e le abbia costrette a ridurre la loro leva finanziaria a livello internazionale. Alla luce di ciò, le riforme regolamentari definite nel periodo immediatamente successivo alla GCF si sono incentrate sul rafforzamento della resilienza delle banche attive a livello internazionale che rappresentano la spina dorsale dell'intermediazione finanziaria mondiale.

Ottenere il massimo dalla globalizzazione

L'impennata della globalizzazione negli ultimi cinquant'anni ha portato molti benefici all'economia mondiale. L'apertura commerciale ha intensificato la concorrenza e favorito la diffusione della tecnologia, migliorando l'efficienza e la produttività aggregata. Il conseguente rafforzamento della crescita del reddito ha permesso una riduzione della povertà globale e delle disuguaglianze di reddito tra diversi paesi. La

possibilità di trovare beni e servizi meno costosi e di miglior qualità provenienti dal mondo intero ha anch'essa migliorato in modo diretto le condizioni di vita delle famiglie. E i benefici non riguardano solo il commercio. L'apertura finanziaria è strettamente legata a quella commerciale: le connessioni finanziarie, create dal commercio, a loro volta lo sostengono. L'apertura finanziaria, gestita in modo corretto, può anche migliorare in modo indipendente le condizioni di vita tramite un'allocazione più efficace del capitale e il trasferimento di competenze.

Se la globalizzazione migliora il tenore di vita, è pur vero che pone delle sfide. In primo luogo, i suoi benefici non sono distribuiti in modo equo. È necessario tenere conto delle implicazioni in termini di distribuzione dell'apertura commerciale e finanziaria al fine di assicurare esiti equi all'interno delle società e un sostegno continuo alla crescita, migliorando le politiche e i quadri di regolamentazione economica, tra cui quelli relativi al commercio mondiale. Ciò detto, altri fattori – primi fra tutti la tecnologia – hanno giocato un ruolo dominante nell'intensificarsi delle disuguaglianze di reddito. Così come non vi sono possibilità di tornare indietro dal punto di vista tecnologico, arrestare la globalizzazione sarebbe nocivo per il tenore di vita.

In secondo luogo, l'apertura dei mercati finanziari espone le economie a forze esterne potenzialmente destabilizzanti. Questo rischio può essere gestito creando protezioni appropriate, come nel caso dei rischi associati alla liberalizzazione finanziaria nazionale. Dato che il commercio e la finanza internazionali sono strettamente connessi, specie nei primi due strati di globalizzazione, trarre vantaggio dal commercio sarebbe impossibile senza la finanza internazionale. Ecco perché la soluzione non è quella di ridurre l'apertura finanziaria bensì di affrontare con attenzione i rischi a essi associati.

Le sfide inerenti alla gestione dei cambiamenti economici non riguardano solo la globalizzazione. Come nel caso di altre tendenze di lungo periodo, politiche appropriate possono compensare i costi di aggiustamento associati alla globalizzazione e intensificarne i benefici.

Sul fronte nazionale, i paesi possono attuare politiche che sostengono la resilienza. Come per la tecnologia, mercati del lavoro e dei prodotti flessibili e misure che migliorino l'adattabilità, come i programmi di riqualificazione, possono ridurre tutte le distorsioni indotte dal commercio. Politiche mirate, ad esempio iniziative per l'impiego prese a livello regionale, possono anch'esse contribuire a contrastare le perdite a volte persistenti subite da alcuni segmenti della società⁴⁶.

Politiche robuste e quadri istituzionali concepiti al fine di rendere i sistemi finanziari più solidi sono essenziali per trarre il massimo vantaggio dell'apertura finanziaria. Lo strumento della stabilità finanziaria nazionale è importante⁴⁷. Ciò richiede quadri macroprudenziali ben articolati su una base microprudenziale solida, oltre alla capacità di affrontare direttamente gli eccessi di debito e i problemi di qualità delle attività che potrebbero emergere durante i crolli finanziari, al fine di risanare i bilanci e migliorare il merito di credito generale.

A partire dalla metà degli anni novanta, le EME hanno compiuto passi importanti in questa direzione. A ciò si è aggiunto un miglioramento della struttura dei bilanci esterni, che ha contribuito a ridurre la loro vulnerabilità rispetto ai fattori esterni, anche attraverso posizioni patrimoniali nette sull'estero decisamente più forti, aumenti sostanziali delle riserve valutarie e una quota più elevata di IDE⁴⁸.

Una cooperazione internazionale che tenga conto delle connessioni mondiali deve integrare le politiche nazionali. Il ruolo speciale delle istituzioni finanziarie

internazionali e delle valute internazionali supera il commercio internazionale e le interazioni finanziarie che gli sono direttamente collegate nei primi due strati. È necessario un approccio di regolamentazione concordato congiuntamente a livello internazionale al fine di garantire che i responsabili delle politiche gestiscano in modo corretto i rischi finanziari mondiali, tra cui quelli associati al terzo strato, che è caratterizzato da un'elevata prociclicità. Dato che le politiche e le azioni di ogni singolo paese influiscono sugli altri, il multilateralismo è la chiave per assicurare i migliori risultati per tutti.

Riguardo alle istituzioni finanziarie internazionali, la priorità è il completamento delle riforme finanziarie già in corso di elaborazione, che a lungo termine sosterranno la resilienza del sistema finanziario mondiale. Un quadro regolamentare concordato su scala mondiale è la base per una vigilanza efficace delle banche attive a livello internazionale, anche per quanto riguarda i meccanismi di condivisione di informazioni transfrontaliere. Esso promuove condizioni di parità concorrenziale, necessarie per assicurare efficienza e solidità a livello mondiale.

Per quanto concerne le valute internazionali, i meccanismi efficienti di gestione delle crisi restano importanti e richiedono per la loro stessa natura una cooperazione internazionale. Le banche centrali hanno continuato a cooperare in modo efficace come avevano fatto durante la GCF. 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 è auspicabile dare maggiore enfasi alla prevenzione della costituzione di disequilibri finanziari. Come minimo, ciò significherebbe tenere conto in maniera più sistematica degli effetti di propagazione e retroazione al momento di definire le politiche⁴⁹.

Oltre che in materia finanziaria, la cooperazione internazionale è necessaria anche per assicurare condizioni di parità concorrenziale nell'ambito commerciale e fiscale. Accordi commerciali multilaterali permettono ai più grossi mercati comuni di massimizzare l'efficienza. Il commercio e le connessioni finanziarie consentono alle società, in particolare alle grandi multinazionali, di prendere delle decisioni sulla produzione e la dichiarazione dei redditi per ridurre al minimo il carico fiscale. Evitare queste pratiche può garantire che il capitale, caratterizzato da un'elevata mobilità, divida la sua parte di carico fiscale con la manodopera, meno mobile, riducendo in questo modo le disuguaglianze di reddito. La combinazione di azioni nazionali e internazionali appropriate può assicurare che la globalizzazione continui ad essere una forza profondamente benefica per l'economia mondiale e per il tenore di vita delle popolazioni.

Una mappa della globalizzazione

La distribuzione dei legami commerciali e finanziari tra i paesi è disomogenea. Paesi vicini geograficamente e simili da un punto di vista economico tendono a essere maggiormente aperti al commercio bilaterale (tabella VI.A, diagramma in alto a sinistra)①. Di conseguenza, l'apertura commerciale intraregionale (elementi in diagonale nel diagramma in alto a sinistra) è tendenzialmente più elevata rispetto a quella interregionale (elementi fuori dalla diagonale). L'apertura al commercio interno è di gran lunga maggiore nella regione delle economie avanzate dell'Europa. Detto ciò, negli ultimi 15 anni, l'apertura al commercio intraregionale è rimasta pressoché invariata tra le

I legami commerciali bilaterali sono ampiamente distribuiti ma quelli finanziari sono più concentrati

Legami commerciali e finanziari bilaterali interregionali in percentuale del PIL complessivo della regione

Tabella VI.A

Legami commerciali								Legami finanziari							
2015								2015							
Esportatori				Importatori				Prestatori				Prenditori			
	AEu	OA		EEu	EA	LA	AME		AEu	OA		EEu	EA	LA	AME
	AEu	20,9	1,4	2,7	1,5	0,6	1,5		AEu	86,2	23,6	7,6	4,5	5,9	5,3
	OA	1,0	7,7	0,2	1,9	1,3	0,5		OA	20,5	31,0	0,7	4,1	4,1	2,1
	EEu	3,1	0,2	9,0	0,6	0,2	1,0		EEu	2,1	0,3	1,8	0,2	0,1	0,0
	EA	1,9	2,8	0,8	12,0	1,0	1,6		EA	0,9	1,7	0,3	2,4	0,3	0,8
	LA	0,5	1,5	0,2	0,7	3,5	0,3		LA	0,7	1,0	0,0	0,0	1,5	0,0
	AME	1,1	0,6	0,4	2,0	0,2	5,4		AME	3,5	2,0	0,5	0,5	0,3	5,5
Variazioni tra il 2001 e il 2015								Variazioni tra il 2001 e il 2015							
Esportatori				Importatori				Prestatori				Prenditori			
	AEu	OA		EEu	EA	LA	AME		AEu	OA		EEu	EA	LA	AME
	AEu	0,3	0,1	1,2	0,4	0,1	0,5		AEu	31,5	8,4	4,8	2,6	1,9	2,6
	OA	-0,1	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,2		OA	7,7	17,9	0,4	2,3	1,7	1,4
	EEu	1,5	0,1	2,6	0,1	0,1	0,6		EEu	1,6	0,1	1,2	0,0	0,1	0,0
	EA	0,4	0,6	0,3	4,1	0,5	0,7		EA	0,3	1,0	0,3	0,2	0,2	0,6
	LA	0,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1		LA	0,6	0,7	0,0	0,0	0,6	0,0
	AME	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	2,5		AME	2,2	1,7	0,4	0,5	0,3	4,4



AEs: AEU = economie avanzate dell'Europa; OA = altre economie avanzate.

EMEs: AME = Africa e Medio Oriente; EA = economie emergenti dell'Asia; EEu = economie emergenti dell'Europa; LA = America latina.

In ciascuna casella il numeratore corrisponde alla somma dei legami (finanziari o commerciali) bilaterali dei singoli paesi; il denominatore è pari al PIL congiunto delle due regioni, corretto per escludere i legami bilaterali eventualmente mancanti. La lista completa dei paesi è disponibile all'indirizzo http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

Fonti: FMI, Coordinated Portfolio Investment Survey e *Direction of Trade Statistics*; Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo, Foreign Direct Investment Statistics; statistiche bancarie BRI su base locale; elaborazioni BRI.

economie avanzate, ma è cresciuta sensibilmente tra le EME (tabella VI.A, diagramma in basso a sinistra). Ciò ha coinciso con un aumento degli scambi commerciali tra le economie avanzate e le EME, trainato principalmente dalla crescita e dallo sviluppo di queste ultime.

Emergono chiare similitudini tra le dinamiche dei legami bilaterali finanziari e commerciali, evidenziando l'impronta dei primi due livelli di globalizzazione, in cui l'apertura reale e finanziaria sono strettamente collegate^①. Analogamente ai legami commerciali, i legami finanziari transfrontalieri bilaterali più forti sono quelli tra e all'interno delle regioni avanzate (tabella VI.A, diagramma in alto a destra). Inoltre, proprio come nel caso del commercio internazionale, esistono solidi legami finanziari tra le economie avanzate ed emergenti dell'Europa, tra il Nord America e l'America latina e tra tutti i gruppi di economie avanzate e l'Asia emergente. Queste similitudini tra le mappe dei legami reali e finanziari riflettono i primi due livelli della globalizzazione.

Tuttavia, in linea con il terzo livello, esistono anche notevoli disparità tra le dinamiche dei legami reali e finanziari. Ad esempio, la concentrazione dei legami finanziari bilaterali è molto più ristretta rispetto a quella dei legami commerciali corrispondenti. I legami più forti, quelli tra le economie avanzate d'Europa, sono notevolmente più profondi rispetto a quelli tra le economie avanzate e le EME, o all'interno delle EME.

Negli ultimi vent'anni i legami finanziari e quelli commerciali sono evoluti in maniera sostanzialmente diversa. Se c'è stato un marcato aumento degli scambi commerciali intra EME, in particolare tra le EME delle stesse regioni, lo stesso non vale per i flussi finanziari, a eccezione dell'Africa e del Medio Oriente (tabella VI.A, diagrammi inferiori). Gli aumenti molto più marcati dei flussi finanziari tra le economie avanzate rispetto alle EME indicano che, nonostante la crisi finanziaria mondiale, il ritmo dell'innovazione e dello sviluppo finanziari rimane molto più sostenuto nelle economie avanzate (quadrante in alto a sinistra del diagramma in basso a destra). Si tratta di una chiara manifestazione del terzo livello di globalizzazione.

^① Si tratta di un riscontro di lunga data nella letteratura commerciale; cfr. ad esempio J. Bergstrand, "The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n. 3, pagg. 474-81, 1985. ^② I tre livelli di globalizzazione, come descritto nel testo principale, sono connessi ai crescenti gradi di sofisticazione dei legami tra le economie. Essi sono definiti come 1) commercio di materie prime e prodotti finiti e relativi legami finanziari internazionali semplici, come i pagamenti transfrontalieri; 2) connessioni commerciali e finanziarie più complesse, inclusa la frammentazione della produzione tra i paesi orientata all'efficienza e i corrispondenti accordi di finanziamento; 3) le transazioni finanziarie che trovano sempre più largo impiego allo scopo di gestire attivamente le posizioni di bilancio, tra cui le consistenze di attività e passività create dai primi due livelli.

Deglobalizzazione finanziaria nel settore bancario?

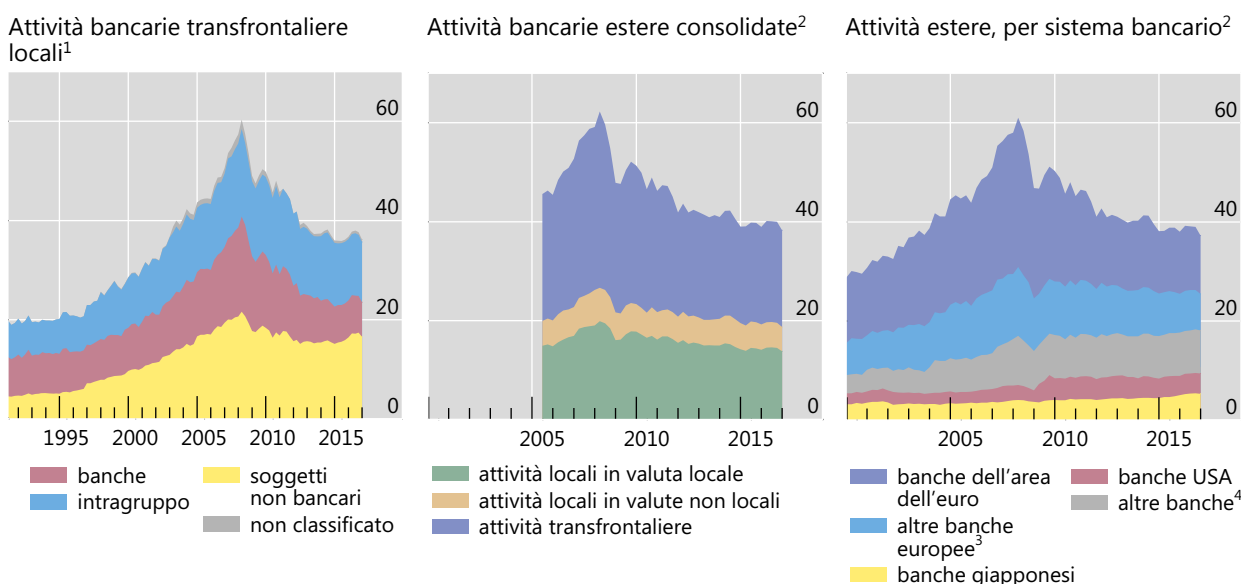
Il concetto di “picco del commercio” esprime l’ipotesi secondo la quale il commercio internazionale ha smesso di crescere a un ritmo più rapido rispetto al PIL mondiale, il che costituirebbe un potenziale ostacolo alle strategie di crescita economica trainata dal commercio. Una tesi parallela, che potremmo chiamare “picco finanziario” mondiale, asserisce che il mondo ha assistito al picco dell’attività finanziaria internazionale e che la deglobalizzazione finanziaria è in atto. In particolare, secondo alcuni analisti le statistiche sull’attività bancaria internazionale starebbero evidenziando una deglobalizzazione finanziaria. Il presente riquadro confuta questa deduzione.

Le statistiche BRI sulle posizioni bancarie transfrontaliere sembrano suggerire che il processo di deglobalizzazione bancaria si sia avviato durante la Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-09 e sia in atto da allora. Il grafico VI.B.1 (diagramma di sinistra) mostra che le attività transfrontaliere segnalate da banche in oltre 40 giurisdizioni sono diminuite da un picco del 60% del PIL mondiale nel 2007 a meno del 40% dal 2013. Questi dati sono compilati sulla base della bilancia dei pagamenti (locale) e tali consistenze di attività sull’estero sono spesso utilizzate per misurare il livello di integrazione finanziaria internazionale^①.

Deglobalizzazione? Confronto tra le prospettive a livello locale e consolidato

In percentuale del PIL mondiale

Grafico VI.B.1



¹ Attività transfrontaliere totali (incluse le posizioni intragruppo) segnalate dalle banche, site in tutti i paesi che effettuano dichiarazioni, verso prenditori nel mondo intero. ² Attività estere consolidate (escluse le posizioni intragruppo) delle banche con sede in tutti i paesi dichiaranti verso prenditori nel mondo intero. Le attività estere comprendono sia le attività transfrontaliere sia le attività locali di affiliate bancarie estere, ma non tengono conto delle attività verso i residenti del paese di origine delle banche. La scomposizione delle attività locali in attività locali in valuta locale e attività locali in valute non locali è ottenuta applicando la quota di attività locali (tutte le valute) sulle attività estere provenienti dalle statistiche in base al rischio ultimo al valore delle attività estere totali nelle statistiche in base al mutuatario immediato. ³ Banche con sede in CH, DK, GB, NO e SE. ⁴ Banche con sede in AU, BR, CA, CL, HK, IN, KR, MX, PA, SG, TR e TW.

Fonti: FM, *World Economic Outlook*; statistiche bancarie BRI su base consolidata (in base al mutuatario immediato e al rischio ultimo) e su base locale.

Basarsi sulle attività verso l'estero comporta un limite dovuto al fatto che alcune posizioni vengono conteggiate due volte, mentre altre, rilevanti, sono ignorate. Dare la priorità al luogo in cui le operazioni bancarie sono eseguite può essere utile in una discussione che tratta di aggregati macroeconomici, come l'occupazione e il valore aggiunto. Ma le attività transfrontaliere non costituiscono forse il miglior modo per analizzare le tendenze della globalizzazione.

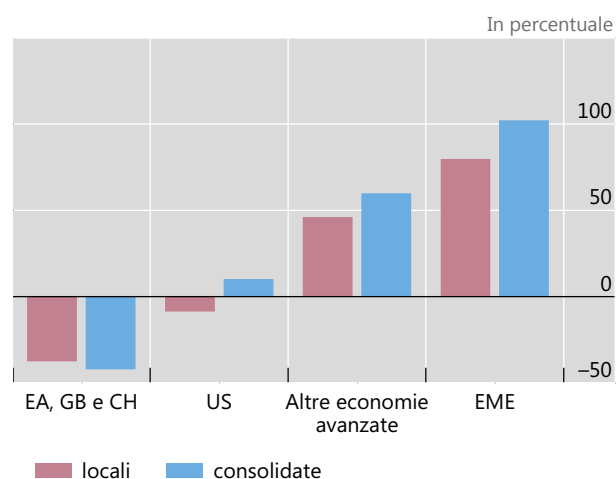
nel settore bancario. Esse conteggiano due volte le posizioni in cui la sede centrale di una banca finanzia la sua filiale in un centro finanziario come Londra (diagramma di sinistra, area blu) prima di prestare all'estero. Allo stesso tempo, le posizioni locali delle banche, ad esempio quelle contabilizzate da un'affiliata estera verso i residenti del paese ospitante, non sono rilevate nelle posizioni estere né del paese di origine della banca, né del paese che ospita l'affiliata. Da un punto di vista consolidato, queste *sono* posizioni sull'estero: la banca detiene un'attività nei confronti di un prestatore al di fuori del suo paese di origine, anche se è contabilizzata e persino finanziata localmente.

Le statistiche bancarie consolidate BRI, organizzate in base alla nazionalità (ossia in base all'ubicazione della sede legale delle banche) offrono una prospettiva più chiara sulla deglobalizzazione bancaria. Innanzitutto, le posizioni locali non si sono contratte quanto quelle transfrontaliere (grafico VI.B.1, diagramma centrale). È vero che la sottrazione delle attività intragruppo compensa quasi totalmente l'aggiunta di quelle locali, con il risultato che il diagramma centrale mostra una situazione analoga a quello di sinistra. Ma la visione consolidata evidenzia che la contrazione dell'attività bancaria internazionale è ampiamente circoscritta alle banche europee (grafico VI. B.1, diagramma di destra).

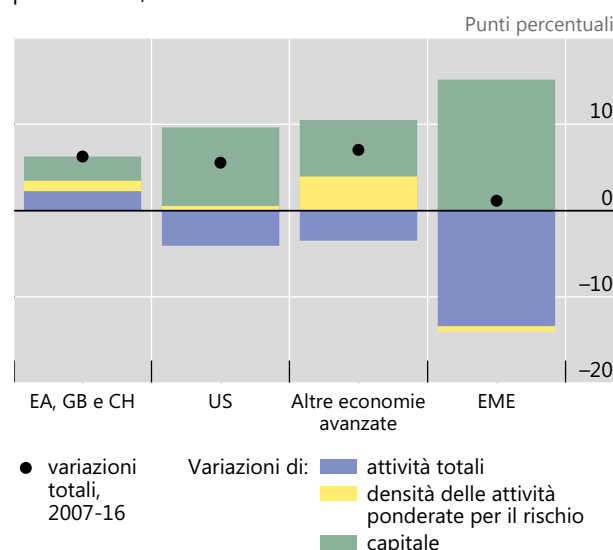
Le banche europee hanno ridimensionato le attività estere per rafforzare la loro capitalizzazione

Grafico VI.B.2

Crescita delle attività locali/consolidate, 2007-16¹



Variazione del rapporto tra capitale e attività ponderate per il rischio, 2007-16²



¹ Locali: EA (area dell'euro), GB e CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, LU, NL e PT; altre economie avanzate = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE e SG; EME = BR, CL, IN, KR, MX, MY, PA, TR e TW. Consolidate: EA, GB e CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, NL e PT; altre economie avanzate = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE e SG; EME = BR, CL, IN, MX, PA, TR e TW. Valori per gli Stati Uniti corretti per discontinuità nelle serie. ² Campione di oltre 100 banche con almeno \$100 miliardi di attività totali nel 2014. EA, GB e CH = AT, BE, CH, DE, ES, FR, GB, GR, IE e IT; altre economie avanzate = AU, CA, DK, HK, NO, SE e SG; EME = CN, IN, KR, MY, TR e TW. Il grafico scompone la variazione del coefficiente patrimoniale per il Common Equity Tier 1 (CET1) in componenti che si sommano. I punti indicano la variazione totale dei coefficienti. Il contributo di ciascuna componente è rappresentato dall'altezza del segmento corrispondente. Un contributo negativo indica che la componente ha un effetto di riduzione del coefficiente patrimoniale. Tutte le cifre corrispondono a medie ponderate ottenute usando come pesi le attività totali a fine 2016.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements", *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, suppl. 1, pagg. S56-S69, 2016; SNL; statistiche bancarie BRI su base locale e consolidata; elaborazioni BRI.

Che l'apparente deglobalizzazione sia un fenomeno più regionale che mondiale può essere visto mettendo a confronto la crescita degli asset per luogo di contabilizzazione con quella per nazionalità della banca (grafico VI.B.2, diagramma di sinistra). Il calo ascrivibile alle banche con sede legale in Europa è maggiore rispetto al calo complessivo mondiale, ossia le attività estere di queste banche sono scese di oltre \$9 000 miliardi, mentre quelle delle banche statunitensi, di altri paesi avanzati e delle EME sono cresciute. L'intensità dell'apparente deglobalizzazione nel settore bancario riflette le dimensioni delle banche europee prima della GCF e la loro successiva contrazione.

La flessione delle attività estere delle banche europee andrebbe meglio interpretata come una riduzione della leva finanziaria (ciclica) dopo un eccesso di crescita, piuttosto che come una tendenza a una deglobalizzazione strutturale. Sebbene a partire dalla GCF ci sia stata una tendenza comune tra le banche di maggiori dimensioni a innalzare il rapporto tra capitale e attività ponderate per il rischio (grafico VI.B.2, diagramma di destra, punti neri), le banche europee sono state le uniche a raggiungere questo obiettivo in parte riducendo le attività totali (colonna viola positiva). Altrove, gli istituti di grandi dimensioni hanno raccolto sufficiente capitale tramite la patrimonializzazione degli utili e l'emissione di azioni, espandendo al contempo le attività totali. In altri termini, le banche europee non hanno raccolto il capitale sufficiente al raggiungimento del miglioramento di 5 punti percentuali del loro coefficiente patrimoniale ponderato senza ridimensionare anche le proprie attività. Dato che le banche europee operano in ampia misura all'estero, il ridimensionamento delle loro attività è stato avvertito in tutto il mondo^②. Di fatto, a eccezione delle banche spagnole, la preferenza per gli impieghi sull'interno (home bias) ha fatto sì che gli impieghi domestici fossero risparmiati dal ridimensionamento.

Un ritiro nel mercato domestico quando una banca ha subito perdite può riflettere un calo dei rendimenti attesi all'estero o un aumento dell'avversione al rischio, soprattutto in caso di perdite all'estero. Ma può riflettere anche delle scelte di politica nell'ambito di un generalizzato sostegno governativo alle banche e di politiche monetarie non convenzionali che hanno come obiettivo il rafforzamento del credito interno^③. Sulla base di questa constatazione, l'home bias riscontrato nella riduzione della leva finanziaria delle banche europee potrebbe rispecchiare in parte tali politiche. Ad ogni modo, le statistiche bancarie consolidate identificano l'origine regionale della tendenza emersa negli aggregati mondiali.

① P. Lane e G. Milesi-Ferretti, "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis", *IMF Working Papers*, n. WP/17/115, 2017. ② R. McCauley, A. Bénétix, P. McGuire e G. von Peter, "Financial deglobalisation in banking?", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ③ K. Forbes, D. Reinhardt e T. Wieladek, "The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pagg. 1-22, 2016.

Globalizzazione e propagazione dei tassi di interesse

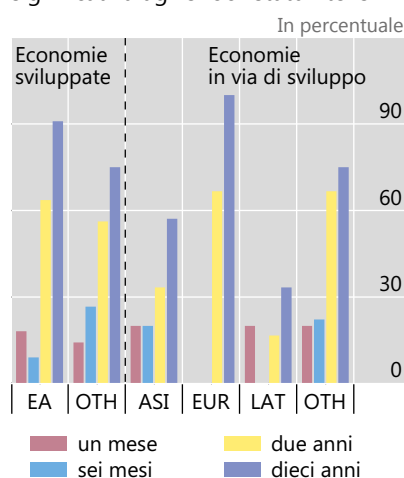
La crescita della globalizzazione ha coinciso col netto accentuarsi del comovimento dei prezzi delle attività a livello mondiale. Ad esempio, la correlazione tra i rendimenti sovrani a dieci anni delle economie avanzate negli ultimi vent'anni è più che raddoppiata rispetto ai due decenni precedenti. Dati i numerosissimi cambiamenti intervenuti nei legami reali e finanziari tra i paesi, è difficile determinare se il comovimento dei prezzi delle attività rifletta fattori comuni o effetti di propagazione provenienti da determinati paesi. Un possibile modo per discernere tra questi due fattori consiste nell'analizzare la reazione dei prezzi delle attività internazionali a un evento inaspettato ("shock") chiaramente riconducibile a un paese.

Uno shock utile per questa analisi è rappresentato dagli annunci di politica monetaria, poiché essi sono principalmente collegati alle condizioni interne a un paese. Dato che i prezzi delle attività tengono conto di tutte le evoluzioni attese, lo shock deve essere misurato come un cambiamento inatteso nella politica monetaria e includere informazioni circa la sua futura traiettoria¹. La reazione dei tassi di interesse a un evento inatteso in materia di politica monetaria in un paese estero è determinata mediante una regressione della variazione giornaliera del tasso di interesse nazionale al momento dell'evento shock di politica monetaria estera, individuata a partire dalla variazione dei tassi di interesse esteri a breve e lungo termine in un periodo di 25 minuti attorno all'annuncio di politica monetaria². La reazione dei tassi di interesse a 1 e 6 mesi e a 2 e 10 anni è analizzata per un campione di 47 economie avanzate ed emergenti.

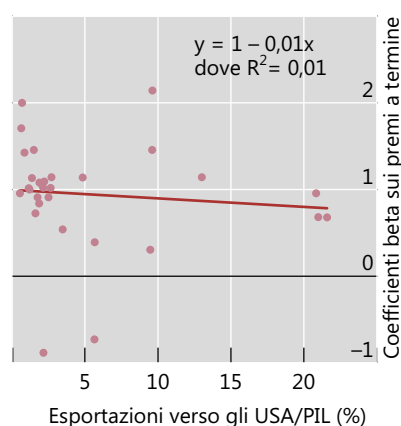
Gli effetti di propagazione del tasso di interesse sono collegati ai legami finanziari e non a quelli commerciali

Grafico VI.C

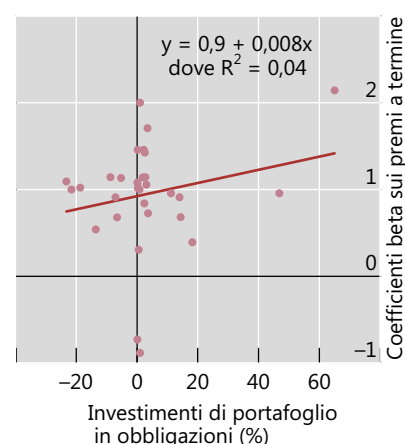
Quota dei tassi di interesse nazionali che mostrano una reazione significativa agli shock statunitensi¹



Correlazione tra l'apertura commerciale e la sensibilità ai tassi di interesse e gli shock statunitensi²



Correlazione tra l'apertura finanziaria e la sensibilità ai tassi di interesse e gli shock statunitensi³



Economie sviluppate: EA = AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT; OTH = AU, CA, CH, CZ, DK, GB, HK, IL, JP, KR, NO, NZ, SE, SG, TW, US. Economie in via di sviluppo: ASI = CN, ID, IN, MY, PH, TH, VN; EUR = PL, RO, TR; LAT = BR, CL, CO, MX, PE, VE; OTH = NG, PK, RU, ZA.

¹ Quota di paesi che evidenziano una reazione statisticamente significativa agli shock di tasso d'interesse provenienti dagli Stati Uniti per gli overnight index swap a uno e sei mesi e per i rendimenti a due e 10 anni. I raggruppamenti regionali di paesi sono definiti in base alla classificazione dell'FMI. ² Diagramma di dispersione del coefficiente sui premi a termine nella regressione degli effetti di propagazione del rendimento a 10 anni contro il rapporto tra le esportazioni di ogni paese verso gli Stati Uniti rispetto al PIL del paese stesso. La correlazione non è statisticamente significativa. ³ Diagramma di dispersione del coefficiente sui premi a termine nella regressione degli effetti di propagazione del rendimento a 10 anni contro il rapporto tra gli investimenti di portafoglio in obbligazioni e il PIL. La correlazione è statisticamente significativa a un valore P di 0,12.

Fonte: J. Kearns, A. Schrimpf e D. Xia, "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Dai risultati emergono notevoli effetti di propagazione tra i paesi, in particolare riguardanti i tassi di interesse a lungo termine e provenienti dagli Stati Uniti. Ad esempio, i rendimenti obbligazionari a 10 anni in 34 dei 47 paesi evidenziano una reazione statisticamente significativa agli shock statunitensi, a fronte di un numero di paesi di circa la metà di questo numero per gli shock legati ai tassi di interesse in euro e di appena 5-8 paesi per gli shock provenienti dalle banche centrali di cinque altre economie avanzate. Le reazioni sono rilevanti anche da un punto di vista economico: per il paese mediano, i rendimenti a lungo termine sono cresciuti di 4 punti base in risposta a un aumento di 10 punti base dei premi a termine statunitensi. La rilevanza degli annunci di politica monetaria statunitensi è legata al ruolo preponderante del dollaro USA nei mercati finanziari internazionali. Gli effetti di propagazione internazionali sono inoltre chiaramente maggiori per i tassi di interesse a più lungo termine. Per i tassi di interesse a uno e sei mesi, solo otto paesi hanno evidenziato effetti di propagazione significativi provenienti dai tassi di interesse statunitensi. Di contro, per quanto riguarda i rendimenti obbligazionari a due anni e a 10 anni, rispettivamente 23 e 34 paesi hanno mostrato reazioni significative (grafico VI.C, diagramma di sinistra).

Gli effetti di propagazione dei tassi di interesse sono più strettamente connessi all'apertura finanziaria che a quella commerciale. L'intensità degli effetti di propagazione del tasso di interesse non mostra alcuna relazione con l'apertura commerciale, misurata in termini di rapporto commercio/PIL (grafico VI.C, diagramma centrale), ma piuttosto una correlazione con delle misure di apertura finanziaria. Ad esempio, esiste una relazione statisticamente significativa tra l'intensità della propagazione dei tassi di interesse e l'apertura finanziaria, misurata in termini di rapporto tra investimenti di portafoglio in obbligazioni e PIL (grafico VI.C, diagramma di destra).

① Gli shock usati sono tratti da M. Ferrari, J. Kearns e A. Schrimpf, "Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates", *BIS Working Papers*, n. 626, 2017. La reazione dei tassi di interesse agli shock di politica monetaria provenienti da sette banche centrali è descritta in J. Kearns, A. Schrimpf and D. Xia, "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ② Tre shock sono usati per cogliere appieno la portata delle informazioni nell'annuncio di politica monetaria da parte della banca centrale: 1) la variazione nel tasso di interesse a un mese sugli overnight index swap (definito come "shock target"); 2) la variazione nel rendimento obbligazionario a due anni ortogonale al primo shock (definito come "shock di traiettoria"); 3) la variazione del rendimento obbligazionario a dieci anni ortogonale ai primi due shock (definito come "shock dei premi a termine").

Note di chiusura

- ¹ Questo capitolo non affronta il tema dei flussi migratori tra nazioni, un altro importante aspetto della globalizzazione. Borjas (2015) passa in rassegna i benefici che la migrazione potrebbe apportare al PIL. Ovviamente ci sarebbero molti ostacoli pratici alla materializzazione di questi benefici. Inoltre, questo capitolo utilizza misure de facto di apertura reale e finanziaria, che si basano sui risultati osservati, piuttosto che misure de jure, basate sulle norme e sulle restrizioni giuridiche. Di solito le misure de facto forniscono un miglior indicatore dell'effettiva apertura dato che le misure de jure non tengono conto dell'efficacia dei controlli o della protezione implicita.
- ² Ciò è più evidente nelle EME, dove la quota sale a circa due terzi contro circa un terzo nelle economie avanzate, stando alle elaborazioni a partire dai dati usati da Casas et al. (2016). Cfr. anche Ito e Chinn (2015).
- ³ Cfr. CSFG (2014). È stato empiricamente osservato che le banche estere sostengono le esportazioni dalle EME aiutando a fornire finanziamenti esterni e garanzie di pagamento (Claessens et al. (2015)).
- ⁴ Per esempio, le vendite delle controllate delle multinazionali statunitensi hanno un'ampia diffusione, avendo come destinatari: il loro mercato nazionale (più della metà), paesi terzi (un terzo) e gli Stati Uniti (11%) (Antràs e Yeaple (2014)). Le multinazionali non solo si lanciano sempre di più negli IDE e nel commercio ma contribuiscono alla diffusione della tecnologia concentrando la ricerca e lo sviluppo nella casa madre e la produzione nelle controllate (Keller (2010)). Nel secondo strato, il trasferimento di conoscenze e di idee può promuovere il commercio ma agire anche come suo sostitutivo, come suggerisce Baldwin (2016).
- ⁵ Cfr. Kim e Shin (2016) sul legame tra la lunghezza della catena di produzione e l'intensità del finanziamento esterno richiesto.
- ⁶ Il livello esatto di apertura commerciale è diverso a seconda delle stime, ma il profilo è simile; cfr. Federico e Tena-Junguito (2016), Klasing e Milionis (2014) e Estevadeordal, Frantz e Taylor (2003).
- ⁷ Irwin (2002) attribuisce la metà del crollo del commercio mondiale nel periodo 1929-32 alle tariffe più elevate, ai limiti alle importazioni e ai controlli sui cambi.
- ⁸ Per esempio, Constantinescu et al. (2017) sostengono che gli accordi commerciali hanno sostenuto la crescita del commercio di 2 punti percentuali all'anno a partire dal 1995, mentre secondo Meissner (2014) gli episodi di crescita marcata hanno visto il commercio aumentare più velocemente del PIL.
- ⁹ Per una panoramica delle catene di valore mondiale, cfr. Elms e Low (2013), Kowalski et al. (2015), OMC (2014) e i riferimenti bibliografici contenuti all'interno.
- ¹⁰ Cfr. Antràs e Yeaple (2014) e Bernard et al. (2009).
- ¹¹ Riguardo ai fattori che hanno contribuito alla crescita degli investimenti di tipo azionario, cfr. Kose et al. (2009) e Koepke (2015).
- ¹² Cfr. Avdjiev et al. (2014) e Gruić et al. (2014).
- ¹³ Cfr. Lane e Milesi-Ferretti (2017).
- ¹⁴ Cfr. l'analisi e i riferimenti bibliografici contenuti in Caruana (2017).
- ¹⁵ Esistono vari studi sul crollo e la conseguente debolezza del commercio. Una selezione include Baldwin (2009), Constantinescu et al. (2015, 2017), BCE (2016), Hoekman (2015), FMI (2016) e Haugh et al. (2016).
- ¹⁶ Amiti e Weinstein (2011), Ahn et al. (2011) Chor e Manova (2012) e Cheung e Guichard (2009) riscontrano evidenze dell'impatto dell'inasprimento delle condizioni creditizie sul calo del commercio, mentre Paravisini et al. (2015) e Levchenko et al. (2010) sostengono il contrario.
- ¹⁷ Cfr. Milesi-Ferretti e Tille (2011).
- ¹⁸ Cfr. per esempio, Borio (2014) e Caruana (2017).
- ¹⁹ Cfr. Shin (2013).
- ²⁰ Cfr. Claessens e van Horen (2015) e CGFS (2014).
- ²¹ Per una rassegna delle disuguaglianze di reddito nel mondo, cfr. Bourguignon (2015), Lakner e Milanović (2015), Deaton (2013) e Milanović (2013). Cfr. anche Pereira da Silva (2016).
- ²² Cfr. Milanović (2013).

- ²³ Una tendenza analoga emerge anche per il 10% degli individui a reddito più elevato, ma le statistiche relative al periodo precedente agli anni ottanta sono meno esaustive per questa misura.
- ²⁴ Cfr. Piketty e Saez (2014).
- ²⁵ Dabla-Norris et al. (2015) rilevano che un incremento della quota di reddito per il 20% degli individui a reddito più elevato deprime la crescita (ma un incremento per il 20% a reddito più basso la favorisce), mentre Ostry et al. (2014) giungono alla stessa conclusione utilizzando un coefficiente di Gini per misurare le disuguaglianze. Halter et al. (2014) mostrano che le disuguaglianze alimentano la crescita nel breve periodo, ma non a lungo termine.
- ²⁶ Cfr. Cline (1997) e FMI (2007).
- ²⁷ Diversi documenti trattano del tema del commercio e della crescita, tra cui Frankel e Romer (1999), Irwin e Tervio (2002), Lee et al. (2004) e Noguer e Siscart (2005). Broda e Weinstein (2006) mostrano che la maggiore varietà dei beni è una fonte importante di benefici derivanti dal commercio.
- ²⁸ Kose et al. (2006) forniscono un esame approfondito e giungono alla conclusione che i benefici sono indiretti e difficilmente misurabili. Rodrik e Subramanian (2009), e i riferimenti ivi contenuti, offrono una sintesi dell'assenza di solidi riscontri di vantaggi concreti derivanti dalla globalizzazione finanziaria. Tuttavia, da alcune ricerche, ad esempio Alfaro et al. (2004), Bekaert et al. (2005) e Klein e Olivei (2008), emerge che la liberalizzazione dei mercati finanziari e dei capitali favorisce la crescita.
- ²⁹ Cfr. Fajjgelbaum e Khandelwal (2016).
- ³⁰ Beck et al. (2007) giungono alla conclusione che il maggiore accesso ai finanziamenti ha portato a un incremento dei redditi per i poveri. Ciò è stato confermato recentemente da Ben Naceur e Zhang (2016) per la maggior parte delle misure di sviluppo finanziario, ma non per la liberalizzazione finanziaria. Anche la riduzione delle limitazioni sulle operazioni delle banche può favorire i redditi delle famiglie più povere, come mostrato da Beck et al. (2010).
- ³¹ Cfr. Claessens e Perotti (2007) per una sintesi.
- ³² Autor et al. (2017) riscontrano evidenze che il calo della quota del reddito da lavoro è riconducibile principalmente alle riallocazioni tra le aziende, piuttosto che a una flessione della media non ponderata della quota di reddito da lavoro all'interno delle aziende. Collegano questo risultato alla prova che le aziende più produttive in ogni settore sono le maggiori beneficiarie della globalizzazione.
- ³³ Che l'apertura finanziaria porti a maggiori disuguaglianze di reddito è una constatazione diffusa nella letteratura. A questo riguardo, cfr. ad esempio Cabral et al. (2016), Figini e Görg (2011), FMI (2007) e Jaumotte et al. (2013). Si tratta di una constatazione che non è principalmente circoscritta alle EME. Ad esempio, anche per i paesi dell'OCSE, dalle analisi di Denk e Cournède (2015) emerge che l'espansione finanziaria ha accresciuto le disuguaglianze di reddito e che non ci sono prove che ciò sia dovuto alle crisi finanziarie.
- ³⁴ Sebbene diversi studi abbiano rilevato che l'apertura commerciale ha ridotto le disuguaglianze (Jaumotte et al. (2013), FMI 2007)), e probabilmente portato al calo della disoccupazione (Görg (2011)), ciò contrasta con l'analisi di ricerche nazionali di Goldberg e Pavcnik (2007). Queste conclusioni opposte potrebbero riflettere l'influenza di altri fattori nella relazione tra commercio e disuguaglianze. Ad esempio, Milanović (2005) rileva che l'apertura commerciale riduce la quota di reddito dei poveri nei paesi con redditi bassi, ma la accresce nei paesi con redditi più elevati.
- ³⁵ Per una rassegna sul calo della quota del reddito da lavoro, cfr. ILO e OCSE (2014) e Karabounis e Neiman (2014).
- ³⁶ Cfr. Autor et al. (2013).
- ³⁷ Borio et al. (2011) illustrano il ruolo che può svolgere il capitale internazionale nel favorire gli eccessi finanziari interni. Diversi studi giungono alla conclusione che le crisi finanziarie portano a maggiori disuguaglianze: cfr. Bazillier e Héricourt (2014), de Haan e Sturm (2017), Atkinson e Morelli (2011), Baldacci et al. (2002) e Li e Yu (2014), sebbene altri la smentiscano: cfr. Denk e Cournède (2015), Honohan (2005) e Jaumotte e Osorio Buitron (2015). In parte queste differenze possono riflettere il fatto che l'impatto delle crisi sulle disuguaglianze è apparentemente maggiore per le EME rispetto alle economie avanzate; cfr. Galbraith e Jiaqing (1999) e Agnello e Sousa (2012). Chen e Ravallion (2010) notano l'impatto significativo delle crisi finanziarie sulla povertà.
- ³⁸ Cfr. Rey (2015).

- ³⁹ Per ulteriori evidenze empiriche sulla prociclicità dei flussi di capitale rispetto alla crescita del PIL nazionale, cfr. Broner et al. (2013), Contessi et al. (2013), Bluedorn et al. (2013), Hoggarth et al. (2016) e Avdjiev et al. (2017b). Hoggarth et al. (2016) esaminano inoltre la prociclicità dei flussi di capitale rispetto al credito interno. Per ulteriori evidenze empiriche sulla prociclicità dei flussi di capitale rispetto a fattori internazionali, cfr. Koepke (2015), Nier et al. (2014) e Eichengreen et al. (2017).
- ⁴⁰ Cfr. Borio et al. (2011), Avdjiev et al. (2012) e Lane e McQuade (2014).
- ⁴¹ Cfr. Shin (2016).
- ⁴² Cfr. Avdjiev et al. (2017a).
- ⁴³ Cfr. Borio (2014, 2016) e Caruana (2015).
- ⁴⁴ Cfr. Shin (2015).
- ⁴⁵ Sul canale dell'assunzione di rischio delle oscillazioni dei tassi di cambio, cfr. Bruno e Shin (2015, 2017) e Hofmann et al. (2016).
- ⁴⁶ Per una rassegna recente delle politiche che possono rendere le riforme commerciali più eque, cfr. FMI-Banca mondiale-OMC (2017).
- ⁴⁷ Cfr. Borio (2014).
- ⁴⁸ Caballero et al. (2005) dimostrano i benefici della condivisione del rischio tramite una comparazione tra Australia e Cile nella crisi finanziaria asiatica.
- ⁴⁹ Cfr. Agénor et al. (2017).

Riferimenti bibliografici

- Agénor, P.-R., E. Kharroubi, L. Gambacorta, G. Lombardo e L. A. Pereira da Silva (2017): "The international dimensions of macroprudential policies", *BIS Working Papers*, n. 643, giugno.
- Agnello, L. e R. Sousa (2012): "How do banking crises impact on income inequality?", *Applied Economics Letters*, vol. 19, n. 15, pagg. 1425-9.
- Ahn, J., M. Amiti e D. Weinstein (2011): "Trade finance and the great trade collapse", *American Economic Review*, vol. 101, n. 3, pagg. 298-302.
- Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan e S. Sayek (2004): "FDI and economic growth: the role of local financial markets", *Journal of International Economics*, vol. 64, n. 1, pagg. 89-112.
- Amiti, M. e D. Weinstein (2011): "Exports and financial shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n. 4, pagg. 1841-77.
- Antràs, P. e S. Yeaple (2014): "Multinational firms and the structure of international trade", *Handbook of International Economics*, vol. 4, capitolo 2, pagg. 55-130.
- Atkinson, A. e S. Morelli (2011): "Economic crises and inequality", *United Nations Human Development Research Paper* 2011/06.
- Autor, D., D. Dorn e G. Hanson (2013): "The China syndrome: local labor market effects of import competition in the US", *American Economic Review*, vol. 103, n. 6, pagg. 2121-68.
- Autor, D., D. Dorn, L. Katz, C. Patterson e J. Van Reenen (2017): "Concentrating on the fall of the labor share", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n. 5, pagg. 180-5.
- Avdjiev, S., M. Chui, H. S. Shin (2014): "Imprese non finanziarie delle economie emergenti e flussi di capitali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre (versione integrale disponibile solo in inglese).
- Avdjiev, S., L. Gambacorta, L. Goldberg e S. Schiaffi (2017a): "The shifting drivers of global liquidity", *BIS Working Papers*, n. 644, giugno.
- Avdjiev, S., B. Hardy, S. Kalemli-Ozcan e L. Servén (2017b): "Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns", *NBER Working Papers*, n. 23116.
- Avdjiev, S., R. McCauley e P. McGuire (2012): "Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia", *BIS Working Papers*, n. 377, aprile.
- Baldacci, E., L. de Mello e G. Inchauste (2002): "Financial crises, poverty, and income distribution", *IMF Working Papers*, n. WP/02/4.
- Baldwin, R. (a cura di) (2009): *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*, CEPR e-book.
- (2016): *The great convergence*, Harvard University Press.
- Banca centrale europea (2016): "Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?", IRC Trade Task Force, *Occasional Paper Series*, n. 178.
- Bazillier, R. e J. Héricourt (2014): "The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence", *CEPR Working Papers*, n. 2014-22.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (2007): "Finance, inequality and the poor", *Journal of Economic Growth*, vol. 12, n. 1, pagg. 27-49.
- Beck, T., R. Levine e A. Levkov (2010): "Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States", *The Journal of Finance*, vol. 65, n. 5, pagg. 1637-67.
- Bekaert, G., C. Harvey e C. Lundblad (2005): "Does financial liberalization spur growth?", *Journal of Economic Growth*, vol. 77, n. 1, pagg. 3-55.
- Ben Naceur, S. e R. X. Zhang (2016): "Financial development, inequality and poverty: some international evidence", *IMF Working Papers*, n. WP/16/32.
- Bergstrand, J. (1985): "The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n. 3, pagg. 474-81.
- Bernard, A., J. Bradford Jensen e P. Schott (2009): "Importers, exporters, and multi-nationals: a portrait of firms in the US that trade goods", in T. Dunne, J. Bradford Jensen e M. Roberts (a cura di), *Producer dynamics: new evidence from micro data*, National Bureau of Economic Research, pagg. 513-52.
- Bluedorn, J., R. Duttagupta, J. Guajardo e P. Topalova (2013): "Capital flows are fickle: anytime, anywhere", *IMF Working Papers*, n. WP/13/183.

- Borio, C. (2014): "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *Journal of Banking & Finance*, vol. 45, n. C, pagg. 182-98.
- (2016): "More pluralism, more stability?", presentazione alla Settima conferenza di alto livello della Banca nazionale svizzera-Fondo monetario internazionale sul Sistema monetario internazionale, Zurigo, 10 maggio.
- Borio, C., R. McCauley e P. McGuire (2011): "Finanziamenti internazionali e boom interni del credito", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre (versione integrale disponibile solo in inglese).
- Borjas, G. (2015): "Immigration and globalization: a review essay", *Journal of Economic Literature*, vol. 53, n. 4, pagg. 961-74.
- Bourguignon, F. (2015): *The globalization of inequality*, Princeton University Press.
- Broda, C. e D. Weinstein (2006): "Globalization and the gains from variety", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n. 2, pagg. 541-85.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce e S. Schmukler (2013): "Gross capital flows: dynamics and crises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 1, pagg. 113-33.
- Bruno, V. e H.S. Shin (2015): "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pagg. 119-132.
- (2017): "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *Review of Financial Studies*, vol. 30, pagg. 703-49.
- Caballero, R., K. Cowan e J. Kearns (2005): "Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile", *The Journal of Policy Reform*, vol. 8, n. 4, pagg. 313-54.
- Cabral, R., R. García-Díaz e A. Varella Mollick (2016): "Does globalization affect top income inequality?", *Journal of Policy Modeling*, vol. 38, n. 5, pagg. 916-40.
- Caruana, J. (2015): "The international monetary and financial system: eliminating the blind spot", discorso alla conferenza del FMI *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, Washington DC, 16 aprile.
- (2017): "Have we passed 'peak finance'?", discorso presso International Center for Monetary and Banking Studies, Ginevra, 28 febbraio.
- Casas, C., F. Diez, G. Gopinath e P.-O. Gourinchas (2016): "Dominant currency paradigm", *NBER Working Papers*, n. 22943.
- (2017): "Dominant currency paradigm: a new model for small open economies", mimeo.
- Chen, S. e M. Ravallion (2010): "The developing world is poorer than we thought, but no less successful in the fight against poverty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n. 4, pagg. 1577-1625.
- Cheung, C. e S. Guichard (2009): "Understanding the world trade collapse", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 729.
- Chor, D. e K. Manova (2012): "Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis", *Journal of International Economics*, vol. 87, n. 1, pagg. 117-33.
- Claessens, S., O. Hassib e N. van Horen (2015): "The role of foreign banks in trade", Federal Reserve Board, Maastricht University, De Nederlandsche Bank.
- Claessens, S. e E. Perotti (2007): "Finance and inequality: channels and evidence", *Journal of Comparative Economics*, vol. 35, n. 4, pagg. 748-73.
- Claessens, S. e N. van Horen (2015): "The impact of the global financial crisis on banking globalization", *IMF Economic Review*, vol. 63, n. 4, pagg. 868-918.
- Cline, W. (1997): *Trade and income distribution*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Cohen, B. e M. Scatigna (2016): "Banks and capital requirements", *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, sup. 1, pagg. S56-S69.
- Comitato sul sistema finanziario globale (2014): "EME banking systems and regional financial integration", *CGFS Publications*, n. 51.
- Contessi, S., P. De Pace e J. Francis (2013): "The cyclical properties of disaggregated capital flows", *Journal of International Money and Finance*, 32, pagg. 528-55.
- Constantinescu, C., A. Mattoo e M. Ruta (2015): "The global trade slowdown: cyclical or structural?", *IMF Working Papers*, n. WP/15/6.

——— (2017): "Trade developments in 2016: policy uncertainty weighs on world trade", Global Trade Watch, Banca mondiale, Washington DC.

Dabla-Norris, E., K. Kochhar, N. Suphaphiphat, F. Ricka e E. Tsounta (2015): "Causes and consequences of income inequality: a global perspective", *IMF Staff Discussion Note* 15/13.

Darvas (2016): "Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality", *Bruegel Working Paper* 8.

Deaton, A. (2013): *The great escape, health, wealth and the origins of inequality*, Princeton University Press.

de Haan, J. e J.-E. Sturm (2017): "Finance and income inequality: a review and new evidence", *European Journal of Political Economy*.

Denk, O. e B. Cournède (2015): "Finance and income inequality in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1224.

Eichengreen, B., P. Gupta e O. Masetti (2017): "Are capital flows fickle? Increasingly? and does the answer still depend on type?", Banca mondiale, *Policy Research Working Paper* 7972.

Elms, D. e P. Low (a cura di) (2013): *Global value chains in a changing world*, Organizzazione mondiale del commercio, Ginevra.

Estevadeordal, A., B. Frantz e A. Taylor (2003): "The rise and fall of world trade, 1870-1939", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n. 2, pagg. 359-407.

Fajgelbaum, P. e A. Khandelwal (2016): "Measuring the unequal gains from trade", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 3, pagg. 1113-80.

Federico, G. e A. Tena-Junguito (2017): "A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800-2010", *Review of World Economics*, pagg. 1-25.

Ferrari, M., J. Kearns e A. Schrimpf (2017): "Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates", *BIS Working Papers*, n. 626, aprile.

Figini, P. e H. Görg (2011): "Does foreign direct investment affect wage inequality? An empirical investigation", *The World Economy*, vol. 34, n. 9, pagg. 1455-75.

Fondo monetario internazionale (2007): "Globalization and inequality", *World Economic Outlook*, ottobre, Capitolo 4.

——— (2016): "Global trade: what's behind the slowdown?", *World Economic Outlook*, ottobre, Capitolo 2.

Fondo monetario internazionale, Banca mondiale e Organizzazione mondiale del commercio (2017): *Making trade an engine of growth for all: the case for trade and for policies to facilitate adjustment*.

Forbes, K. e F. Warnock (2012): "Debt- and equity-led capital flow episodes", *NBER Working Papers*, n. 18329.

Forbes, K., D. Reinhardt e T. Wieladek (2016): "The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pagg. 1-22.

Frankel, J. e D. Romer (1999): "Does trade cause growth?", *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, pagg. 379-99.

Galbraith, J. e L. Jiaqing (1999): "Inequality and financial crises: some early findings", University of Texas Inequality Project, *Working Paper* 9.

Goldberg, P. e N. Pavcnik (2007): "Distributional effects of globalization in developing countries", *Journal of Economic Literature*, vol. 45, n. 1, pagg. 39-82.

Görg, H. (2011): "Globalization, offshoring and jobs", in M. Bacchetta e M. Jansen (a cura di), *Making globalization socially sustainable*, Organizzazione mondiale del commercio, pagg. 21-48.

Gručić, B., C. Upper e A. Villar (2014): "Quali informazioni sui rischi può fornire la classificazione settoriale delle affiliate offshore?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Halter, D., M. Oechslin e J. Zweimüller (2014): "Inequality and growth: the neglected time dimension", *Journal of Economic Growth*, vol. 19, n. 1, pagg. 81-104.

Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner e R. Dutu (2016): "Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?", *OECD Economic Policy Papers*, n. 18.

Hoekman, B. (a cura di) (2015): *The global trade slowdown: a new normal?*, *VoxEU.org* eBook, CEPR.

Hofmann, B., I. Shim e H. S. Shin (2016): "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, n. 538, rivisto maggio 2017.

- Hoggarth, G., C. Jung e D. Reinhardt (2016): "Capital inflows – the good, the bad and the bubbly", Bank of England, *Financial Stability Paper* n. 40.
- Honohan, P. (2005): "Banking sector crises and inequality", Banca mondiale, *Policy Research Working Paper* 3659.
- International Labour Organization e Organisation for Economic Co-operation and Development (2015): *The labour share in G20 economies*, rapporto elaborato per il G20 Employment Working Group.
- Irwin, D. (2002): "Long-run trends in trade and income", *World Trade Review*, vol. 1, n. 1, pagg. 89-100.
- Irwin, D. e M. Terviö (2002): "Does trade raise income? Evidence from the twentieth century", *Journal of Economic Growth*, vol. 58, n. 1, pagg. 1-18.
- Ito, H. e M. Chinn (2015): "The rise of the redback: evaluating the prospects for renminbi use in invoicing", in B. Eichengreen e M. Kawai (a cura di), *Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institution Press e Asian Development Bank Institute, pagg. 111-58.
- Jaumotte, F., S. Lall e C. Papageorgiou (2013): "Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization?", *IMF Economic Review*, vol. 61, n. 2, pagg. 271-309.
- Jaumotte, F. e C. Osorio Buitron (2015): "Inequality and labor market institutions", *IMF Staff Discussion Note* 15/14.
- Karabarbounis, L. e B. Neiman, (2014): "The global decline of the labor share", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n. 1, pagg. 61-103.
- Kearns, J., A. Schrimpf e D. Xia, "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.
- Keller, W. (2010): "International trade, foreign direct investment, and technology spillovers", *Handbook of the Economics of Innovation*, vol. 2, pagg. 793-829.
- Kim, S.-J. e H. S. Shin (2016): "Productivity and trade: a working capital perspective", mimeo.
- Klasing, M. e P. Milionis (2014): "Quantifying the evolution of world trade, 1870-1949", *Journal of International Economics*, vol. 92, n. 1, pagg. 185-97.
- Klein, M. e G. Olivei (2008): "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n. 6, pagg. 861-75.
- Koepke, R. (2015): "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature", MPRA Paper n. 75887, Universität München.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff e S.-J. Wei (2006): "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Working Papers*, 6189.200, pagg. 1-94.
- (2009): "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, pagg. 8-62.
- Kowalski, P., J. López González, A. Ragoussis e C. Ugarte (2015): "Participation of developing countries in global value chains: implications for trade and trade-related policies", *OECD Trade Policy Papers*, n. 179.
- Lakner, C. e B. Milanović (2015): "Global income distribution from the fall of the Berlin Wall to the Great Recession", *Revista de Economía Institucional*, vol. 17, n. 32, pagg. 71-128.
- Lane, P. e P. McQuade (2014): "Domestic credit growth and international capital flows", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n. 1, pagg. 218-52.
- Lane, P. e G. Milesi-Ferretti (2017): "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis", *IMF Working Papers*, n. WP/17/115.
- Lee, H. Y., L. Ricci e R. Rigobon (2004): "Once again, is openness good for growth?", *Journal of Development Economics*, vol. 75, n. 2, pagg. 451-72.
- Levchenko, A., L. Lewis e L. Tesar (2010): "The role of financial factors in the great trade collapse: a skeptic's view", manoscritto University of Michigan.
- Li, J. e H. Yu (2014): "Income inequality and financial reform in Asia: the role of human capital", *Applied Economics*, vol. 46, n. 24, pagg. 2920-35.
- McCauley, R., A. Bénétrix, P. McGuire e G. von Peter: "Financial deglobalisation in banking?", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.
- Meissner, C. (2014): "Growth from globalization? A view from the very long run", *Handbook of Economic Growth*, vol. 2, pagg. 1033-69.

Milanović, B. (2005): "Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys", *The World Bank Economic Review*, vol. 19, n. 1, pp. 21-44.

——— (2013): "Global income inequality in numbers: in history and now", *Global Policy*, vol. 4, n. 2, pp. 198-208.

Milesi-Ferretti, G. e C. Tille (2011): "The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis", *Economic Policy*, vol. 26, n. 66, pagg. 289-346.

Nier, E., T. Saadi-Sedik e T. Mondino (2014): "Gross private capital flows to emerging markets: can the global financial cycle be tamed?", *IMF Working Papers*, n. WP/14/196.

Noguer, M. e M. Siscart (2005): "Trade raises income: a precise and robust result", *Journal of International Economics*, vol. 65, n. 2, pagg. 447-60.

Obstfeld, M. e A. Taylor (2004): *Global capital markets: integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press.

Organizzazione mondiale del commercio (2014): "The rise of global value chains", *World Trade Report 2014*, Capitolo C.

Ostry, J., A. Berg e C. Tsangarides (2014): "Redistribution, inequality, and growth", *IMF Staff Discussion Note* 14/02.

Paravisini, D., V. Rappoport, P. Schnabl e D. Wolfenzon (2015): "Dissecting the effect of credit supply on trade: evidence from matched credit-export data", *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n. 1, pagg. 333-59.

Pereira da Silva, L. A. (2016): "Rethinking development finance: towards a new 'possible trinity' for growth?", discorso all'Atlantic Dialogues 2016, Marrakesh, dicembre.

Piketty, T. e E. Saez (2014): "Inequality in the long run", *Science*, vol. 344, n. 6186, pagg. 838-43.

Rey, H. (2015): "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", *NBER Working Papers*, n. 21162.

Rodrik, D. e A. Subramanian (2009): "Why did financial globalization disappoint?", *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, pagg. 112-38.

Shin, H.S. (2013): "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", intervento di apertura della Asia Economic Policy Conference organizzata dalla Federal Reserve Bank di San Francisco, 3-5 novembre.

——— (2015): "Exchange rates and the transmission of global liquidity", discorso presso la Bank of Korea—conferenza FMI su *Leverage in Asia: lessons from the past, what's new now, and where to watch out for*, Seoul, 11 dicembre.

——— (2016): "The bank/capital markets nexus goes global", discorso presso la London School of Economics and Political Science, 15 novembre.