



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

Rassegna trimestrale BRI settembre 2017 – briefing stampa

Dichiarazioni on-the-record rilasciate da Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, venerdì 15 settembre 2017.

Claudio Borio

Se gli operatori del mercato avessero dovuto esprimere un unico desiderio, avrebbero probabilmente scelto ciò che si è poi avverato durante il trimestre sotto esame. Era da molto tempo che non si registrava un'espansione simultanea nelle economie avanzate e in quelle emergenti (EME). In alcune delle principali economie avanzate, i mercati del lavoro sembravano aver raggiunto misure di pieno impiego – in Giappone perfino più che durante il boom finanziario degli anni ottanta. Eppure l'aumento dei salari è rimasto molto tenue e l'inflazione si è addirittura indebolita in certi casi. Di conseguenza, le preoccupazioni relative a un parallelo inasprimento della politica monetaria che avevano turbato i mercati a fine giugno si sono rapidamente affievolite e i rendimenti obbligazionari sono tornati sui propri passi. Sembrava fosse giunta l'economia della "giusta via di mezzo".

La risposta del mercato era prevedibile. Una combinazione di fattori ha alimentato una fase di propensione al rischio già iniziata precedentemente. I corsi azionari hanno continuato a salire verso nuovi massimi, la volatilità è scesa verso nuovi minimi e gli spread creditizi si sono contratti a livelli mai registrati dopo la Grande Crisi Finanziaria (GCF). Sullo sfondo, a sostegno di questi sviluppi, il dollaro USA si è deprezzato e l'attività del carry trade ha acquisito slancio. Il dollaro si è deprezzato in modo particolarmente marcato rispetto all'euro, dato che le prospettive economiche dell'area dell'euro apparivano sempre più positive. La ripresa dei flussi di portafoglio verso le EME è proseguita, confermando la relativa positività delle condizioni di liquidità internazionale dei trimestri precedenti segnalata dalle statistiche BRI sui titoli e sull'attività bancaria internazionale.

Nel periodo passato in rassegna, la politica ha allentato la presa sui mercati finanziari. Certo, il crescere delle tensioni geopolitiche nel Nord-Est asiatico ha scosso i mercati nella seconda metà di agosto e parte del calo del dollaro USA ha rispecchiato le incertezze politiche negli Stati Uniti. Ma gli effetti di questi andamenti sui mercati sono stati piuttosto brevi. Analogamente, si sono smorzati anche i timori sul rischio politico in Europa. Le banche centrali sono quindi tornate a essere protagoniste della scena.

Va segnalata in particolare la bassa volatilità del mercato finanziario. È vero che dai primi anni novanta la volatilità dei mercati azionari è stata relativamente bassa durante le fasi di inasprimento della politica monetaria, probabilmente anche perché i corsi azionari hanno avuto una tendenza a salire in occasione di questi episodi. E sebbene lo spread tra la volatilità implicita e quella realizzata (un indicatore della propensione al rischio) sia stato abbastanza basso nell'ultimo periodo, è rimasto sostanzialmente in linea con i comportamenti passati. Tuttavia, scostandosi dal profilo abituale, anche la volatilità dei rendimenti obbligazionari è crollata. Il MOVE, una misura della volatilità implicita dei rendimenti obbligazionari nel mercato dei titoli del Tesoro statunitense, ha raggiunto i suoi minimi storici. Non si comprendono appieno i fattori scatenanti. Ha però avuto sicuramente un ruolo il ritmo graduale e senza precedenti della normalizzazione della politica monetaria. Un altro fattore potrebbe essere la



convincione degli operatori del mercato che le banche centrali non resteranno in disparte qualora dovessero emergere tensioni indesiderate sui mercati.

Tutto ciò sottolinea quanto i prezzi delle attività finanziarie sembrano dipendere dai rendimenti obbligazionari molto bassi che hanno prevalso così a lungo. Non c'è dubbio che, recentemente, gli annunci sugli utili siano stati positivi. Eppure gli indicatori di valutazione basati sul rapporto prezzo/utile a lungo termine corretto per gli effetti del ciclo, che non includono informazioni sui rendimenti obbligazionari, segnalano che i corsi azionari sono alquanto tesi. Le valutazioni sembrano allinearsi ai benchmark storici solo se si considera il livello dei rendimenti delle obbligazioni.

Di fatto, una questione fondamentale per l'economia mondiale è [quanto siano vulnerabili i bilanci](#) a tassi di interesse più elevati. Nel periodo successivo alla GCF i livelli del debito mondiale rispetto al PIL hanno continuato a salire. La riduzione della leva finanziaria non ha avuto luogo. Se i livelli del debito privato sono stati corretti, almeno in una certa misura, il debito pubblico si è invece espanso. Come illustrato più approfonditamente nella Relazione annuale di quest'anno, e ripreso nel capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale" di questa Rassegna trimestrale, gli indicatori anticipatori di potenziali tensioni bancarie segnalano rischi significativi per gli anni a venire in diverse economie, avanzate ed emergenti, meno colpite dalla crisi. Un riquadro del capitolo "Le prospettive positive in un contesto di bassa inflazione alimentano l'assunzione di rischio" spiega come, proprio come in passato, le società di sviluppo immobiliare abbiano un ruolo preminente nei boom finanziari di alcuni paesi, in questo caso dell'Asia emergente. È vero però che sono stati compiuti passi importanti per rafforzare i sistemi finanziari e il quadro macroeconomico: sarebbe quindi un errore prendere questi indicatori alla lettera. Gli esiti non devono per forza essere come quelli avuti in passato. Ma gli indicatori segnalano pur sempre delle vulnerabilità. L'incidenza del servizio del debito, per esempio, è così bassa solo perché i tassi di interesse hanno subito cali fortissimi. In tutto questo, si nota una certa circolarità che mette in evidenza il rischio di una [trappola del debito](#): il calo prolungato dei tassi di interesse a livelli insolitamente bassi, indipendentemente dalla solidità dell'economia sottostante, crea le condizioni che rendono difficile un ritorno a livelli più normali. In questo contesto l'aumento della percentuale delle società incapaci di pagare gli interessi con i propri utili (le cosiddette "società zombie") non lascia ben sperare.

Significativamente, segnali di esuberanza del mercato del credito sono visibili anche in alcuni dei paesi al centro della GCF. Il capitolo "Le prospettive positive in un contesto di bassa inflazione alimentano l'assunzione di rischio" si sofferma sul caso delle imprese negli Stati Uniti. In questo paese il debito del settore privato rispetto al PIL è effettivamente calato nel periodo successivo alla crisi, ma gli aggiustamenti sono stati fatti solo dalle famiglie, il cui indebitamento eccessivo era stato la causa principale dei problemi. Il debito societario è ora notevolmente più elevato rispetto ai suoi livelli pre-crisi. Di conseguenza gli indicatori della leva societaria hanno raggiunto livelli simili a quelli registrati durante precedenti boom del credito societario, come quello della fine degli anni ottanta, sebbene gli oneri per il servizio del debito rimangano inferiori a causa del livello storicamente basso dei tassi di interesse. Altri segnali vanno nella stessa direzione: l'emissione sostenuta di titoli di debito ad alto rendimento, la crescita della quota di debito covenant-lite e il restringimento dei differenziali di credito. Di fatto, sebbene molte imprese detengano importanti disponibilità liquide, la distribuzione dei rating creditizi ha continuato a deteriorarsi.

Com'è naturale, una politica monetaria molto accomodante ha avuto il suo ruolo nel determinare questo contesto economico e finanziario. Ciò rende ancora più importante capire l'"[inflazione mancante](#)", dato che l'inflazione è la stella polare per le banche centrali. Sembra di essere in *Aspettando Godot*. Perché l'inflazione è rimasta così ostinatamente bassa sebbene le economie si avvicinino o sorpassino le stime del pieno impiego e le banche centrali compiano sforzi senza precedenti per farla risalire? Questa è la domanda da mille miliardi di dollari che determinerà il cammino dell'economia mondiale negli anni a venire e, con ogni



probabilità, il futuro dell'attuale quadro di riferimento delle politiche. Purtroppo nessuno conosce davvero la risposta.

Hyun Song Shin

Prima della Grande Crisi Finanziaria (GCF), gli osservatori avevano segnalato il pesante disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti, esprimendo preoccupazione circa un deprezzamento del dollaro USA e tracciando un parallelo con l'esperienza delle economie emergenti (EME) soggette ai "sudden stop" dei flussi di capitali.

In quel caso, lungi dal tracollare, il dollaro si era apprezzato in concomitanza dell'inizio delle turbolenze finanziarie. Questo perché le banche europee avevano usato finanziamenti in dollari a breve termine per investire in attività in dollari a lungo termine negli Stati Uniti. Con il calo delle quotazioni delle attività e la maturazione dei debiti in dollari, i prenditori erano andati alla ricerca di dollari per ripagare i propri debiti in scadenza. L'apprezzamento del dollaro si era auto-alimentato, dato che il suo rafforzamento aveva esercitato ulteriore pressione sui bilanci di quelle banche.

Parte del finanziamento in dollari a breve termine delle banche europee era stato raccolto dai fondi del mercato monetario statunitense, ma una parte considerevole proveniva invece dal mercato degli swap su valute, dove le banche europee contraevano prestiti in dollari impegnando altre valute (l'euro per esempio) come garanzia. L'articolo monografico "Swap su valute e forward: debito mancante a livello internazionale?" di Claudio Borio, Robert McCauley e Patrick McGuire fa luce su questo importante segmento del mercato dei cambi.

Un riporto in cambi è simile ad altre operazioni di prestito assistite da garanzia in quanto il prenditore costituisce una garanzia. Tuttavia, secondo le convenzioni contabili i riporti in valute non sono considerati debito dato che la garanzia è costituita da contante. Quanto grande è questo "debito mancante"? Questa è la prima ricerca a fornire dei dati sul debito in dollari mancante dai bilanci e a colmare una lacuna della nostra comprensione del rischio di liquidità relativo alle società finanziarie che operano in diverse valute.

È risultato che gli swap in essere del mercato dei cambi erano molto consistenti. Dei \$58 000 miliardi di riporti in valute ed esposizioni connesse, il 90% è denominato in dollari e un valore stimato di \$13-14 000 miliardi è detenuto da soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti. A titolo di confronto, il PIL mondiale è di circa \$75 000 miliardi e il commercio mondiale di \$21 000 miliardi.

Quali sono i rischi? Dato che la garanzia è costituita da contanti, il rischio di credito è minimo. Vi è tuttavia un rischio di liquidità derivante dal disallineamento delle scadenze, come si è visto durante la stretta del finanziamento in dollari per le banche europee nel 2008. Lo studio rileva che la maggior parte degli swap sono a breve termine. Circa tre quarti hanno scadenze di meno di un anno e in genere le transazioni sono molto più brevi.

Vorrei ora soffermarmi sugli altri articoli pubblicati in questa edizione della Rassegna trimestrale BRI.

I bitcoin e altre criptovalute hanno acquisito maggiore importanza nei recenti commenti sui mercati. Un elemento di discussione è stato il ruolo delle banche centrali in un mondo in cui le criptovalute sono più disponibili, il che è comprensibile dato che queste innovazioni sollevano questioni fondamentali sulla natura del denaro e sulla struttura del sistema finanziario. L'articolo "Criptovalute delle banche centrali" di Morten Bech e Rod Garratt fornisce una tassonomia della moneta digitale per far luce su questi temi. La moneta può essere classificata in molti modi a seconda che sia universalmente accessibile, elettronica o emessa dalle banche centrali, e a seconda che i trasferimenti siano tra privati (peer-to-peer), cioè decentralizzati e non eseguiti da terzi. Il contante possiede tutte queste caratteristiche,



eccetto il fatto di essere elettronico; il bitcoin e simili rientrano in tutte le categorie, eccetto il fatto di essere emessi dalle banche centrali.

Le criptovalute delle banche centrali (central bank cryptocurrencies, CBCC) rientrano invece in tutte e quattro le categorie. Tuttavia non è ancora chiaro se le banche centrali abbiano un ruolo naturale nel facilitare la diffusione delle criptovalute. Alcune banche centrali hanno iniziato studi preliminari sul modo in cui tali valute potrebbero operare parallelamente alle forme tradizionali di moneta. Per ora la maggior parte delle banche centrali accetta solo depositi da parte delle banche commerciali. Tuttavia, altri utenti (le famiglie per esempio) potrebbero in teoria accedere a versioni al dettaglio della moneta elettronica. La Svezia, in cui l'uso del contante è in forte calo, sta studiando la possibilità di usare le CBCC al dettaglio. Le CBCC all'ingrosso sarebbero più adatte per il tradizionale ruolo delle banche centrali in qualità di operatori e supervisori dei sistemi di pagamento all'ingrosso; alcune giurisdizioni (come Canada e Singapore) stanno prendendo in considerazione questa possibilità.

L'articolo "Quali sono gli effetti delle politiche macroprudenziali sulla performance macroeconomica?" di Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo e Luiz Pereira da Silva esamina il legame tra le politiche macroprudenziali, la crescita del PIL e la sua volatilità. Le politiche macroprudenziali sono usate maggiormente dalle EME che dalle economie avanzate, e sono state utilizzate più frequentemente a favore di un inasprimento delle condizioni finanziarie piuttosto che di un loro allentamento. Gli autori mostrano che la crescita è stata più sostenuta e meno volatile nei paesi che hanno fatto maggiore ricorso alle politiche macroprudenziali, e analizzano in che modo questi effetti cambiano per le economie più sviluppate finanziariamente o più aperte all'economia mondiale. Gli autori valutano anche le misure "non sistematiche", ovvero quelle che non sono sistematicamente legate alla crescita del credito o agli afflussi di capitale. Queste misure non sistematiche sembrano essere associate a performance macroeconomiche peggiori.

Infine, l'articolo "Obbligazioni verdi: finanziamento e certificazioni" di Torsten Ehlers e Frank Packer tratta delle "obbligazioni verdi", titoli a reddito fisso che finanziano investimenti con benefici per l'ambiente o connessi al clima. Dalla prima emissione nel 2007 la crescita di questi titoli è stata rapida, con più di \$100 miliardi emessi nel 2016 e \$60 miliardi fino a giugno di quest'anno. Inizialmente hanno dominato questo settore i prenditori delle economie avanzate, ma ora quelli delle EME, soprattutto della Cina, rappresentano una grande quota.

La certificazione è una questione importante. Sebbene siano stati definiti diversi standard di certificazione, essi non concordano sempre su quali obbligazioni siano "verdi". Chi elabora gli indici obbligazionari verdi ha un ruolo in questo senso, specialmente nel monitoraggio continuativo del "verde", ma i criteri non sono sempre coerenti tra i diversi indici. Anche le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo nel fornire valutazioni esterne.

Gli autori dell'articolo studiano 21 casi recenti e riscontrano che i differenziali di rendimento all'emissione tendono a essere più bassi per le obbligazioni verdi che non per le obbligazioni convenzionali. Ciò suggerisce che per gli investitori del mercato primario il fatto che un'obbligazione sia verde è di una certa importanza.

Le obbligazioni verdi non coprono i rischi ambientali come il cambiamento climatico perché, anche se sono allocate a un progetto specifico, il loro rischio di credito è connesso alle operazioni dell'emittente nella loro totalità. Di fatto, è più probabile che le obbligazioni verdi siano emesse da società in settori che sono relativamente più esposti a tali rischi.