



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, dicembre 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 1° dicembre 2017.

Claudio Borio

È come se il tempo si fosse fermato. Nel trimestre precedente gli operatori del mercato finanziario si erano crogiolati nelle condizioni favorevoli dell'economia della "giusta via di mezzo". Hanno continuato a farlo anche in quest'ultimo trimestre.

Il contesto macroeconomico si è ulteriormente rasserenato. L'espansione si è ampliata e ha acquisito slancio. Ma soprattutto, nonostante lo svanire della capacità inutilizzata, l'inflazione (la stella polare delle banche centrali) è rimasta generalmente molto contenuta. Sembrava che nulla potesse rovinare la prospettiva di una crescita sostenuta e tassi di interesse bassi. Di conseguenza, l'andamento dei rendimenti sovrani di riferimento dei principali mercati è rimasto per lo più invariato.

La fase di propensione al rischio si è intensificata. Gli indici generali dei mercati azionari si sono avvicinati ai massimi del passato o li hanno superati. Prima dell'agitazione emersa verso la fine del periodo, gli spread societari si sono contratti ulteriormente e l'indice del comparto high-yield statunitense si è avvicinato a livelli mai visti dal periodo precedente la crisi del Long-Term Capital Management del 1998 e, più tardi, la Grande Crisi Finanziaria (GCF). Gli spread sovrani delle economie emergenti (EME) hanno avuto un andamento simile, seppur meno estremo, mentre i credit default swap (una variabile dei costi di assicurazione dei titoli di Stato delle EME) hanno raggiunto nuovi minimi del periodo successivo alla GCF. Dato che gli afflussi di capitale verso le EME persistevano, sebbene a un ritmo più moderato, i mercati sono rimasti insolitamente ricettivi all'emissione da parte di prenditori marginali. Sullo sfondo, la volatilità implicita delle varie classi di attività – azioni, strumenti a reddito fisso e valute – è semmai scesa ulteriormente. La volatilità dei rendimenti azionari e obbligazionari ha toccato i minimi storici che aveva raggiunto per breve tempo a metà del 2014 e prima della GCF; quella delle valute si è avvicinata a valori simili.

Non ci sarebbe nulla di sorprendente in questo scenario, se non che questa effervescenza è emersa nonostante la Federal Reserve portasse avanti una politica di inasprimento. Malgrado l'annuncio e l'avvio della correzione del bilancio, vi è stata un'ulteriore compressione dei premi a termine. Certo, altre importanti banche centrali non hanno cambiato il loro orientamento verso un accomodamento (Bank of Japan) o hanno fatto degli interventi che sono stati percepiti come accomodanti, almeno relativamente alle aspettative (BCE). Anche l'aumento di 25 punti base dei tassi di interesse introdotto dalla Bank of England è stato visto in questo senso ("dovish hike"), considerata la comunicazione che l'ha accompagnato. Ma la Federal Reserve è l'emittente della valuta internazionale dominante, e la sua influenza sui mercati è senza confronti. È vero che il deflusso degli acquisti di attività su larga scala è sembrato fermare il deprezzamento del dollaro USA, una fonte di carry trade. Ciò detto, la valuta si è effettivamente deprezzata dall'avvio dell'inasprimento avvenuto a fine 2015, quando la Fed ha alzato per la prima volta il tasso ufficiale.

E qui arriva il paradosso. Anche se la Fed ha applicato misure di inasprimento, le condizioni finanziarie complessive si sono allentate. Un indicatore standard di queste condizioni, che si



basa sulle informazioni relative a diverse classi di attività, segnala un allentamento generale, indipendentemente dalla data precisa considerata come l'inizio della stretta monetaria. L'indicatore ha toccato un minimo mai registrato da 24 anni. Se le condizioni finanziarie sono il principale canale di trasmissione di un orientamento più restrittivo, ci si chiede se vi sia effettivamente stato un inasprimento.

In realtà, questa situazione paradossale non è completamente nuova: come illustrato in questa *Rassegna trimestrale*, essa ricorda le misure di inasprimento della Fed negli anni Duemila, che avevano generato l'oramai noto "enigma di Greenspan". Allora le condizioni finanziarie complessive erano rimaste pressoché stabili, e per certi versi si erano allentate, mano a mano che la Federal Reserve aumentava i tassi. Quest'episodio si distingue nettamente dalle precedenti fasi di inasprimento, tra cui quella del 1994. A quell'epoca i tassi a lungo termine erano saliti, la curva dei rendimenti si era accentuata, i prezzi delle attività erano scesi, gli spread societari si erano ampliati e le EME si erano ritrovate sotto pressione.

Perché quindi queste differenze? Si possono fare solo delle supposizioni.

La risposta potrebbe risiedere in parte nel contesto macroeconomico. In tutti i casi menzionati l'economia era in una fase di espansione e l'inflazione era contenuta. Tuttavia, attualmente gli operatori del mercato stanno prevedendo un futuro caratterizzato da tassi di interesse e forse anche da un'inflazione al di sotto di quanto comunicato dalla banca centrale.

Ma anche la gradualità e la [prevedibilità](#), a cui si pensa forse meno, potrebbero aver avuto un ruolo importante. Paragonando i vari episodi, si nota che vi è stato un rallentamento del ritmo dell'inasprimento, e ora si prevede il ritmo più lento mai registrato. Scottata dalla reazione sproporzionata dei mercati nel 1994, per non parlare del "taper tantrum" del 2013, la banca centrale ha fatto il possibile per prepararli e confermare che il ritmo continuerà a essere lento. Ciò rimanda agli anni Duemila, quando i mercati erano stati ripetutamente rassicurati riguardo al "ritmo moderato", se non che ora l'aggiustamento è stato comunicato in modo più esplicito e in anticipo. Se la gradualità tranquillizza gli operatori del mercato riguardo al fatto che un inasprimento della politica monetaria non inciderà negativamente su economia e mercati, la prevedibilità porta a una riduzione dei premi di rischio. Ciò può portare all'aumento della leva e a una maggiore [assunzione di rischio](#). Analogamente, ogni percezione del fatto che le banche centrali non rimarranno in disparte qualora dovessero emergere tensioni nei mercati rafforza questi incentivi. In questo contesto, la maggior distensione delle condizioni finanziarie appare meno sorprendente.

Ne derivano due considerazioni.

Innanzitutto, e in modo molto evidente, gli esiti sono ancora incerti. Si percepisce che l'inasprimento non è ancora veramente iniziato. Le vulnerabilità emerse a livello internazionale durante un lungo periodo di tassi di interesse insolitamente bassi non sono svanite. Come illustrato negli articoli monografici di questa *Rassegna trimestrale*, ci troviamo ancora di fronte ad alti livelli di debito, nelle valute sia locali sia straniere, e a valutazioni spumeggianti, sostenute a loro volta dai bassi rendimenti dei titoli di Stato, il benchmark per la valutazione di tutte le attività. Inoltre, più si protrarrà la fase di assunzione di rischio, più potrebbero crescere le esposizioni in bilancio. La quiete sul breve periodo si ottiene a scapito di possibili turbolenze nel lungo periodo.

Infine, ci si può chiedere, in modo più approfondito, che cosa definisca un inasprimento efficace. Si può considerare che una stretta monetaria sia efficace se le condizioni finanziarie si allentano inequivocabilmente? E, se la risposta fosse "no", cosa dovrebbero fare le banche centrali? In un'era in cui gradualità e prevedibilità stanno diventando la norma, questi interrogativi si fanno sempre più pressanti.



Hyun Song Shin

A partire da questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI* rinnoviamo la sezione che era precedentemente dedicata alla presentazione dei recenti sviluppi del sistema bancario e dei flussi finanziari internazionali sulla base delle statistiche bancarie e finanziarie internazionali BRI. D'ora in avanti, i dati statistici saranno accompagnati da un commento conciso e più attuale. La sezione relativa agli aspetti salienti sarà utilizzata per analizzare in modo più approfondito un argomento per il quale le statistiche bancarie e finanziarie BRI possono fornire elementi esplicativi.

In questa edizione della *Rassegna trimestrale*, **Iñaki Aldasoro** e **Torsten Ehlers** fanno luce sui **trasferimenti di rischio del credito**, ovvero la pratica bancaria consistente nel liberarsi del rischio di credito tramite meccanismi quali garanzie, contratti derivati o garanzie collaterali. La BRI illustra i trasferimenti di rischio facendo una distinzione tra le attività internazionali **in base alla controparte immediata** (in cui tali trasferimenti non sono presi in considerazione) e quelle **in base al rischio ultimo** (in cui essi sono invece integrati).

Gli autori documentano il modo in cui le banche internazionali spostano i rischi di credito dai centri finanziari delle economie avanzate (come Regno Unito e Lussemburgo), dai centri finanziari offshore e dalle economie emergenti (EME) verso le economie avanzate. A volte questo trasferimento riflette una garanzia della banca del paese di origine di una società per le sue operazioni all'estero. Altre volte rappresenta uno scambio di garanzie collaterali o l'acquisto di un derivato su crediti.

Sono cambiate significativamente anche le tendenze nel campo delle EME. Sebbene le banche continuino a utilizzare i meccanismi di trasferimento di rischio per ridurre le loro esposizioni alla maggior parte delle EME, li hanno in realtà usati, in termini netti, per *aumentare* le loro esposizioni creditizie verso l'Asia emergente. Ciò potrebbe in parte riflettere una maggiore fiducia nei confronti delle economie asiatiche e in parte il rafforzamento della presenza internazionale delle società asiatiche che riescono a ottenere garanzie dalle banche dei loro paesi di origine. Questi sviluppi rispecchiano attività economiche reali sottostanti ma devono essere comunque osservati con attenzione dato che gli strumenti che mitigano i rischi possono essere usati anche per amplificarli.

I due articoli monografici di questa *Rassegna trimestrale* si soffermano su diversi aspetti dell'aumento del debito del settore privato nel periodo successivo alla crisi. Come sottolineato nella *Relazione annuale* e nelle edizioni precedenti della *Rassegna trimestrale*, ciò costituisce una possibile vulnerabilità nelle prospettive economiche.

I paesi che sono stati più negativamente colpiti dalla Grande Crisi Finanziaria hanno subito una notevole riduzione della leva finanziaria. I recenti aumenti del debito hanno fatto sì che raggiungessero i livelli registrati prima della crisi. Tuttavia per molti dei paesi che hanno sofferto meno della crisi, i livelli del debito sono ora considerevolmente più elevati di prima. I due studi fanno luce sul modo in cui lo stock di debito incide sugli sviluppi macroeconomici e sulla stabilità finanziaria. Le conclusioni proposte dagli autori potrebbero inoltre contribuire a chiarire la questione chiave del modo in cui la normalizzazione della politica monetaria influirà sull'attività economica.

L'articolo di **Anna Zabai (BRI)** analizza il **debito delle famiglie**. Le famiglie possono contrarre prestiti in base a redditi futuri per acquistare abitazioni o finanziare i consumi. Tuttavia un onere debitorio troppo elevato può ridurre i bilanci delle famiglie, rendendole vulnerabili agli shock macroeconomici e finanziari. L'impatto complessivo del debito delle famiglie sull'attività economica dipende da diversi fattori, tra cui il livello del debito, la tipologia dei tassi (fissi o variabili), la presenza o meno di riserve sotto forma di risparmi liquidi e l'onere per il servizio del debito.

Un aumento dei prestiti tende a sospingere l'attività economica nel breve periodo ma è stato riscontrato che su un orizzonte di tre o più anni esso agisce invece come un freno alla crescita.



Il debito delle famiglie ha anche effetti diretti (attraverso le esposizioni creditizie) e indiretti (tramite il suo impatto sul PIL) sulla stabilità finanziaria. Per queste ragioni le misure macroprudenziali prese oggi potrebbero concedere maggiore spazio di manovra per la politica monetaria nel futuro.

L'articolo di **Boris Hofmann (BRI)** e **Geert Peersman (University of Ghent)** analizza l'impatto degli shock di politica monetaria sull'**indice di copertura del servizio del debito (DSR)** definito come la quota di pagamenti in linea capitale e interessi rispetto al reddito del settore privato non finanziario. In linea con precedenti studi della BRI, l'indice DSR è un importante canale di influenza della politica monetaria sull'attività reale. Utilizzando dati provenienti da 18 economie, gli autori rivelano che un inasprimento della politica monetaria è seguito da un aumento significativo e persistente dell'indice DSR così come da un calo della crescita, dell'inflazione, dei prezzi delle abitazioni e del credito. L'impatto è particolarmente forte nelle economie in cui il debito privato non finanziario è più elevato.