



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, marzo 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 3 marzo 2017.

Claudio Borio

Nell'ultimo trimestre, la politica ha consolidato la presa sui mercati finanziari, riaffermando la sua supremazia sull'economia. In dicembre, avevamo lasciato i mercati nella fase di svolta che ha seguito le elezioni presidenziali statunitensi, segnata dalla volontà di lasciarsi alle spalle i timori di lunga data relativi a un futuro di crescita stagnante e di inflazione persistentemente bassa. Non si parlava d'altro che di un revival dell'*animal spirits* e di reflazione. Nei mesi seguenti il clima è rimasto pressoché lo stesso, supportato da dati economici più favorevoli. Tuttavia, mentre gli operatori del mercato aspettavano con il fiato sospeso segnali concreti di misure di politica economica, i prezzi delle attività si sono mossi senza una direzione ben definita. Era come se, dopo un pranzo inaspettatamente sostanzioso, gli investitori avessero bisogno di tempo per digerirlo. Di conseguenza, le banche centrali si sono ancora una volta trovate in secondo piano.

In questo contesto, il calo repentino delle correlazioni tra le classi di attività, i settori e le regioni è stato ancora più marcato. In linea con le aspettative di reflazione, le azioni statunitensi si sono impennate e i rendimenti dei titoli del Tesoro sono rimasti alti, mentre il dollaro sosteneva gli utili di novembre. Anche se i mercati azionari statunitensi hanno registrato ottimi risultati rispetto ad altri paesi – al punto di riaccendere dibattiti già familiari sulla possibilità di una sopravvalutazione – alcuni settori sono stati vincitori e altri perdenti, riflesso delle aspettative delle scelte di policy del nuovo governo. Il crollo delle correlazioni è in netto contrasto con gran parte dell'esperienza posteriore alla crisi, in cui ondate successive di atteggiamenti risk on/risk off creavano alti e bassi per tutti gli investitori. Questa rottura rispetto al passato è un altro segnale che la stretta dipendenza dei mercati – oserei dire eccessiva dipendenza – dalle decisioni e dalle azioni delle banche centrali si è perlomeno temporaneamente affievolita durante il trimestre.

Gli avvenimenti politici hanno perturbato anche l'area dell'euro, influenzando i prezzi delle attività e incoraggiando la divergenza. Rispecchiando l'incertezza politica crescente rispetto ai risultati delle prossime elezioni, gli spread sovrani, tra cui l'importantissimo differenziale tra i titoli di Stato francesi e tedeschi, si sono ampliati. Ciò ha inoltre posto in rilievo gli squilibri crescenti del sistema TARGET2 in tutta l'area. Tuttavia, come spiegato in [un riquadro](#) del capitolo "Oltre le fluttuazioni della propensione al rischio" di questa Rassegna, gli squilibri non risultavano, almeno fino a poco tempo fa, da una fuga di capitali intra-regionale dai paesi considerati come aventi un'affidabilità creditizia minore – questo tipo di relazione non avviene con gli spread sui credit default swap – ma riflettevano piuttosto l'effetto meccanico degli acquisti delle banche centrali su larga scala in assenza di aggiustamenti contrapposti di capitali privati. Se le tensioni politiche dovessero continuare a intensificarsi, questo e altri importanti indicatori dovranno essere esaminati attentamente.

Gli avvenimenti politici che hanno avuto luogo nelle economie avanzate hanno fatto emergere le vulnerabilità delle economie emergenti (EME), che si sono ritrovate incastrate tra l'incudine e il martello: da un lato, la prospettiva di un inasprimento della politica monetaria statunitense



– seppur graduale –, un apprezzamento del dollaro e il loro debito in valuta estera e, dall’altro, la minaccia di un protezionismo crescente. Questa sensibilità è evidente se si guarda alla performance relativa dei loro tassi di cambio, che è stata strettamente legata alla loro esposizione commerciale verso gli Stati Uniti. Eppure, durante il periodo in esame, il clima di mercato è migliorato: i tassi di cambio, i corsi delle azioni e gli spread creditizi si sono ripresi dalle perdite subite in novembre a seguito dei ripetuti afflussi verso i fondi delle EME. Inoltre, sebbene siano indicatori lagging, le ultime cifre sulla liquidità globale segnalano che alla fine di settembre 2016 il credito in dollari USA verso il settore non bancario delle EME ha cominciato a crescere di nuovo, dopo la pausa e i segni di declino della fine del 2015 – Hyun approfondirà questo aspetto tra poco.

Durante il trimestre si sono osservate specifiche tensioni nei mercati finanziari cinesi. Come illustra un [riquadro](#) del capitolo citato precedentemente, una stretta di liquidità ha contribuito a un netto incremento dei rendimenti obbligazionari nazionali, mettendo in evidenza, ancora una volta, l’ultima manifestazione delle vulnerabilità diffuse nel settore bancario parallelo del paese, diventato più maturo. E dato che la valuta si è deprezzata sotto la pressione dei flussi di capitale, vi sono state oscillazioni significative tra il renminbi on-shore (CNY) e off-shore (CNH). Le tensioni hanno sottolineato l’arduo compito dei responsabili delle politiche, che si trovano di fronte alla tripla sfida di un indebitamento interno storicamente elevato, di un indebitamento in valuta estera di parti del settore societario e di un’internazionalizzazione crescente della moneta nazionale. A differenza di episodi simili verificatisi in passato, le tensioni sono rimaste contenute e non si sono diffuse a livello mondiale, anche perché le prospettive economiche a breve termine sono rimaste positive.

Tali tensioni sono state solamente l’ultimo segnale di un’economia mondiale che fa fatica a raggiungere un’espansione sostenibile e priva di stress finanziari. Sotto alcuni aspetti, la lunga ombra della Grande Crisi Finanziaria (GCF) incombe ancora su di noi. Tutto ciò rende ancora più importante la comprensione delle evoluzioni dei mercati della provvista in dollari USA, considerata la [predominanza di questa valuta](#) nel sistema monetario e finanziario internazionale. Come spiegherà Hyun, non vi sono segnali di una carenza dei finanziamenti in dollari USA. Tuttavia, se a un certo punto dovessero emergere tensioni, la provvista in dollari USA in generale e, in modo particolare, il mercato degli swap su valute potrebbero subire nuove pressioni, come è successo in passato. A maggior ragione, in caso di necessità, è fondamentale poter attivare la rete di sicurezza fornita dagli swap fra banche centrali – cruciale nella gestione delle difficoltà di finanziamento in dollari durante la GCF.

Hyun Song Shin

Come ha illustrato Claudio, il ruolo del dollaro nel sistema finanziario mondiale è più importante che mai. Il debito totale-denominato in dollari del settore non bancario al di fuori degli Stati Uniti ammontava a \$10 500 miliardi a fine-settembre 2016, segnando un incremento di \$420 miliardi dal precedente dato di sei mesi prima. Il credito in dollari verso i prestatori non bancari nelle economie emergenti (EME) era pari a \$3 600 miliardi, con un lieve incremento (\$87 miliardi) sullo stesso periodo. Questi valori totali ora includono i dati segnalati da Cina e Russia, che fanno ormai parte dei paesi dichiaranti alla BRI, il che ha portato a una revisione delle serie sul credito in dollari. \$500 miliardi dei \$10 500 miliardi mondiali totali, e circa \$300 miliardi del totale di \$3 600 miliardi per le EME, sono ascrivibili a questa revisione. Le nuove serie riflettono una migliore misurazione del credito in dollari *in* questi paesi, così come una migliore misurazione del credito transfrontaliero *da* questi paesi.

Sebbene l’ammontare totale del debito in dollari continui a crescere, vi sono stati cambiamenti strutturali significativi del modello di finanziamento in dollari, specialmente nel sistema bancario mondiale. Numerosi fattori hanno determinato questo cambiamento strutturale.

Innanzitutto, l’impatto della riforma dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti sul finanziamento in dollari per le banche non statunitensi. La riforma, entrata in vigore a ottobre



2016, ha obbligato i fondi monetari prime a mantenere una struttura a valore patrimoniale netto variabile e ha introdotto altri cambiamenti regolamentari che hanno colpito gli investitori. Gli effetti di questa riforma sul finanziamento in dollari da parte dei fondi monetari verso le banche non statunitensi sono stati significativi. Prima della riforma, le banche non statunitensi, in termini aggregati, avevano raccolto più di \$1 000 miliardi dai fondi del mercato monetario degli Stati Uniti ma questo valore totale è poi sceso bruscamente. Tra settembre 2015 e dicembre 2016 le banche non statunitensi hanno perso circa \$555 miliardi di provvista dai fondi prime. Circa \$140 miliardi sono stati raccolti attingendo ai fondi monetari governativi usando i pronti contro termine ma, nel complesso, le banche non statunitensi hanno perso \$415 miliardi di finanziamento a causa della riforma.

A prima vista, ci si sarebbe potuti aspettare che una perdita così sostanziale di finanziamenti in dollari avrebbe ridotto la provvista in dollari delle banche non statunitensi. Ma non è stato così. Vi è stata una migrazione significativa, probabilmente strutturale, dei finanziamenti verso un uso maggiore dei depositi denominati in dollari. Tali depositi sono cresciuti di \$537 miliardi tra settembre 2015 e settembre 2016. Questo incremento ha ampiamente compensato la perdita dei finanziamenti in dollari dai fondi monetari statunitensi.

Resta da capire se il pool di depositi, più consistente, rappresenti l'afflusso dirottato di dollari degli investitori statunitensi che precedentemente detenevano i fondi nel mercato monetario statunitense. Esaminando più da vicino i dati si osserva che circa un terzo dell'incremento dei depositi offshore in dollari è ascrivibile a entità non bancarie statunitensi, come famiglie e imprese statunitensi. La maggior parte dell'aumento dei depositi proviene invece da altre fonti.

Questi cambiamenti strutturali evidenziano il ruolo crescente del finanziamento offshore in dollari nel sistema bancario mondiale e sollevano numerose questioni. Da dove provengono i depositi in dollari? Quali sono le banche che hanno maggiormente aumentato i loro depositi in dollari? Qual è il grado di resilienza di questa nuova provvista in dollari? È necessario prestare un'attenzione costante a questi elementi.

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

Negli ultimi anni, la crescita nelle principali economie avanzate ha finalmente registrato un'espansione. Tuttavia in alcuni paesi (tra cui Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Italia) la ripresa è stata trainata in modo abbastanza significativo dai consumi. **Enisse Kharroubi** e **Emanuel Kohlscheen** rilevano che il livello di crescita è inferiore di 0,5–0,7 punti percentuali rispetto alla media quando essa è determinata dai consumi. La crescita *successiva* è quindi più debole. Sembra che questo dipenda da diversi fattori ma gli autori si concentrano in modo particolare sul ruolo della ricchezza immobiliare e dell'espansione del credito. Un periodo di crescita determinata da un'espansione del credito più rapida o da una maggiore ricchezza immobiliare (che spesso vanno di pari passo) sembra essere meno duraturo rispetto a quando non ci si trova di fronte a questo tipo di fattori. Una possibile spiegazione risiede nel fatto che, quando la crescita deriva da un debito, le famiglie devono poi affrontare costi del servizio del debito più elevati, il che frena la domanda futura.

L'articolo di **Benjamin Cohen** e **Gerald Edwards** affronta un'altra questione relativa al credito. Gli autori sostengono che i nuovi standard contabili riguardanti gli accantonamenti per perdite attese su crediti delle banche contribuiranno a smorzare il ciclo finanziario anticipando perdite future. I principali organismi di normazione contabile (l'International Accounting Standards Board (IASB) e il Financial Accounting Standards Board (FASB) degli Stati Uniti) hanno elaborato nuovi standard di accantonamento che prevedono un approccio prospettico per il rischio di credito. Gli autori calcolano che, in uno scenario ipotetico, nel 2006 le banche statunitensi avrebbero aumentato i loro accantonamenti dall'1,3 al 2,2% dei prestiti lordi – un incremento non elevato ma che avrebbe probabilmente frenato in qualche misura il boom insostenibile del periodo precedente alla crisi. Nel 2009 gli accantonamenti sarebbero passati



dal 4,4 all'1,1% dei prestiti lordi, riducendo forse l'entità della stretta creditizia del periodo successivo alla crisi.

Lo studio di **Morten Bech**, **Yuuki Shimizu** e **Paul Wong** mostra che i paesi delle EME sono stati tra i primi ad adottare sistemi "veloci" di pagamento al dettaglio, in cui transazioni di piccole-somme tra individui o società possono essere effettuati immediatamente e non più a un intervallo di alcuni giorni. Le esternalità di rete sono fondamentali e questi modelli potrebbero essere riprodotti negli anni futuri da altre tecnologie di pagamento, come la tecnologia di tipo "distributed ledger" (DLT). La diffusione dei pagamenti al dettaglio presenta nuove caratteristiche rispetto a quella dei sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RLTR) per i pagamenti all'ingrosso, già introdotti nelle economie avanzate.

L'articolo di **Lawrence Kreicher**, **Robert McCauley** e **Philip Wooldridge** descrive come gli swap su tassi di interesse continuino a guadagnare terreno a scapito dei futures su titoli di Stato come tassi di riferimento a fini di copertura e di posizionamento nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti. Questo spostamento è simile allo scalzamento da parte del Libor sui buoni del Tesoro e altri titoli di Stato come benchmark di breve termine che ha avuto luogo negli anni ottanta e novanta. La migrazione si verifica malgrado lo scandalo Libor, la maggiore dispersione del merito di credito delle banche e la comparsa, negli ultimi mesi, di spread negativi sugli swap in dollari USA.