

## V. Il sistema monetario e finanziario internazionale

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

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

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

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

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

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

### Principali elementi

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

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

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

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

---

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

Tabella V.1

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

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

## Interazione fra i regimi monetari domestici

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

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

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

### Indicatori dell'impiego internazionale delle valute maggiori

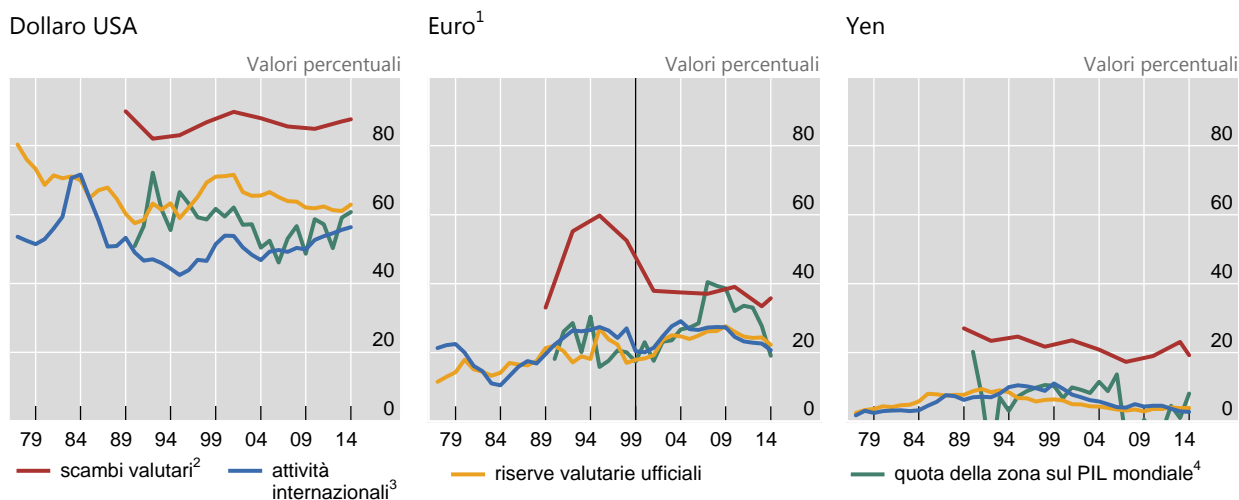
In percentuale del totale mondiale

Tabella V.2

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

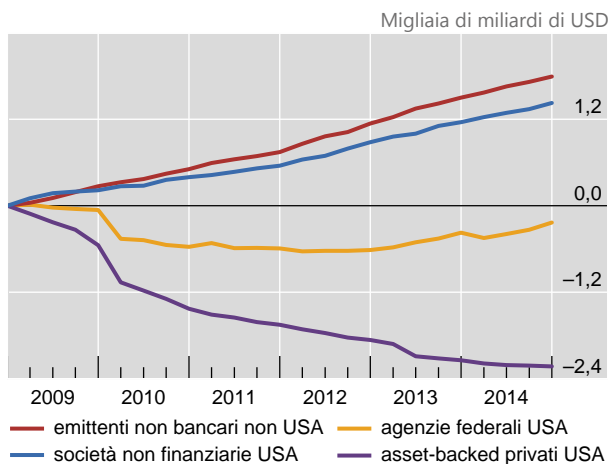
Per analogia, i recenti acquisti su larga scala di titoli di debito da parte della BCE e la compressione dei premi a termine sulle obbligazioni denominate in euro portano a chiedersi se i prenditori non residenti nell'area dell'euro trarranno vantaggio dalle opportunità di raccolta venutesi così a creare.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

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

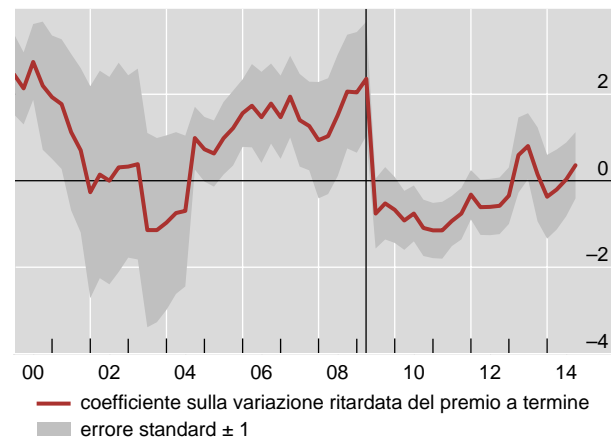
## La Federal Reserve stimola le emissioni obbligazionarie in dollari di prenditori non statunitensi

Grafico V.2

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



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



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

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

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

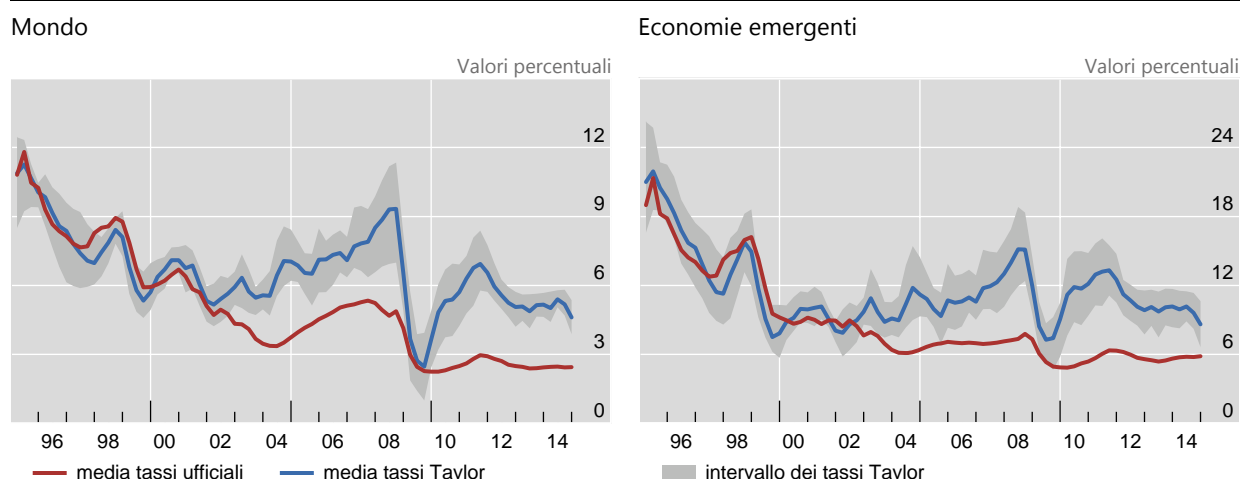
I regimi monetari interagiscono anche per via indiretta, per il tramite delle risposte delle banche centrali alle politiche delle loro omologhe. Sembra infatti che le banche centrali fissino i rispettivi tassi ufficiali tenendo in considerazione quelli della Federal Reserve o della BCE. Tale comportamento,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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

## Interazione fra i regimi finanziari

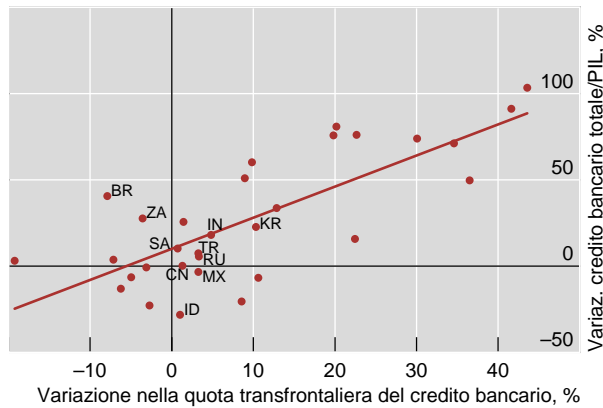
L'integrazione dei mercati finanziari ha fatto sì che gli andamenti dei flussi di capitali e dei prezzi delle attività siano stati determinati da fattori internazionali comuni, che in parte sono cambiati fra la prima e la seconda fase della liquidità globale, ossia prima e dopo la crisi.

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

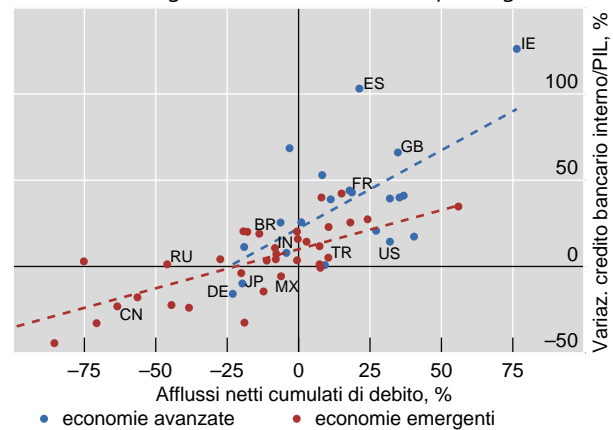
### I flussi di capitali hanno contribuito alla crescita del credito interno durante il boom ...

Grafico V.4

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



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



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

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

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



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

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

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

Punti base per 100 punti base sul titolo del Tesoro USA

Tabella V.3

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

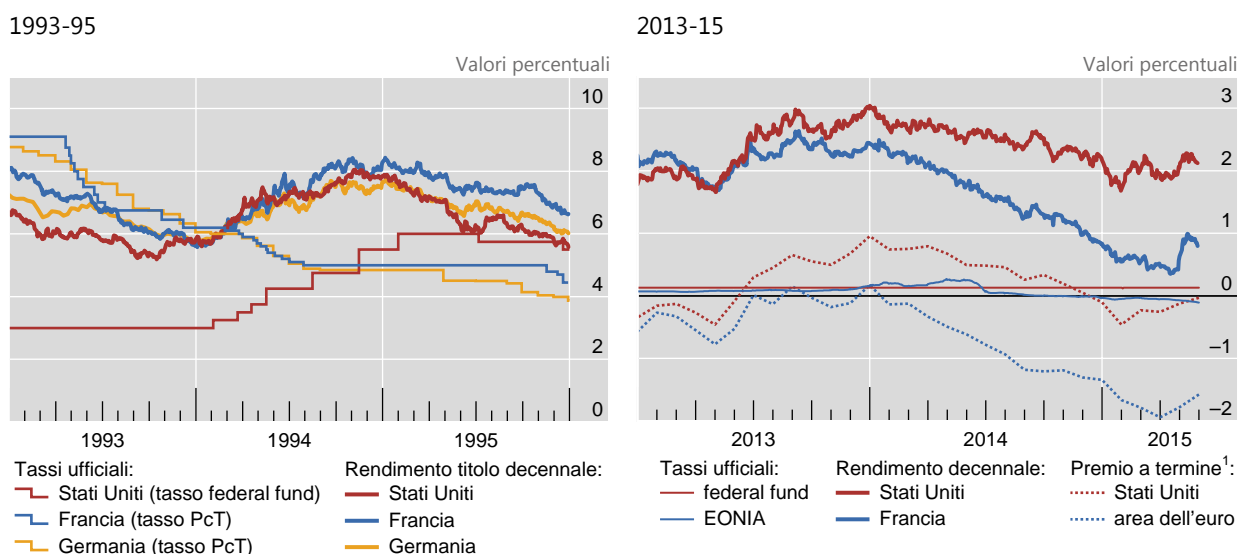
AU = Australia; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone.

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

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

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

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



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

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

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

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

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

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

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

### Timori attuali

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

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

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

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

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

## Limiti e prospettive del coordinamento internazionale delle politiche

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Mappatura delle zone del dollaro e dell'euro

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

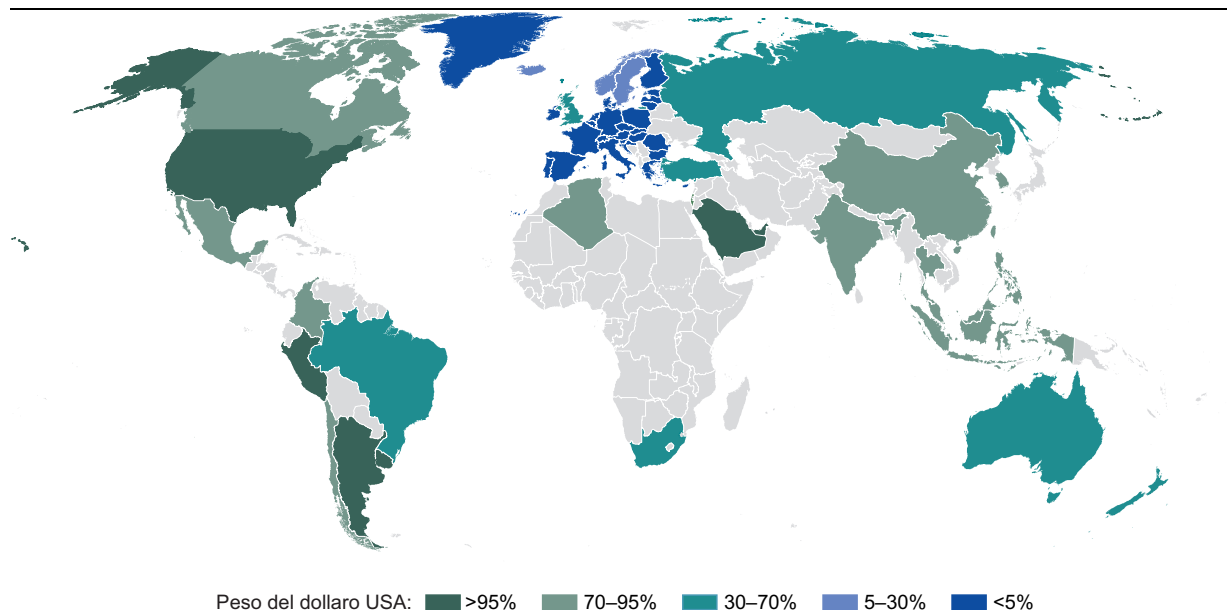
La quota del dollaro è calcolata in due fasi. In primo luogo, ciascuna valuta è collocata all'interno di una zona o fra zone. Viene fatta una regressione della sua variazione percentuale settimanale nei confronti del dollaro sulla variazione percentuale settimanale dei tassi euro/dollaro e yen/dollaro.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

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

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

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

Grafico V.A



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

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

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



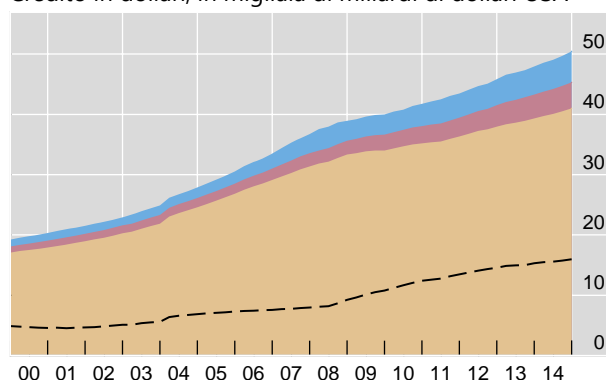
## La liquidità globale e gli aggregati del credito mondiale

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

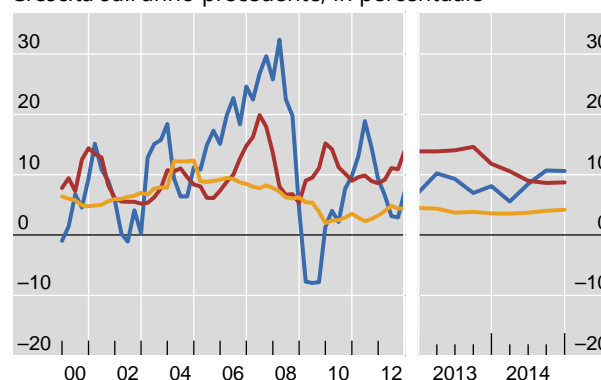
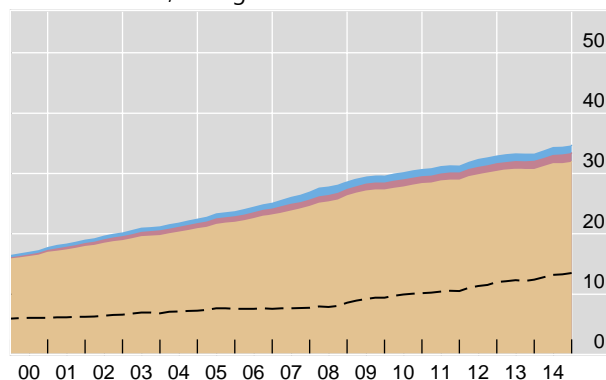
### Credito globale in dollari USA ed euro a favore del settore non bancario

Grafico V.B

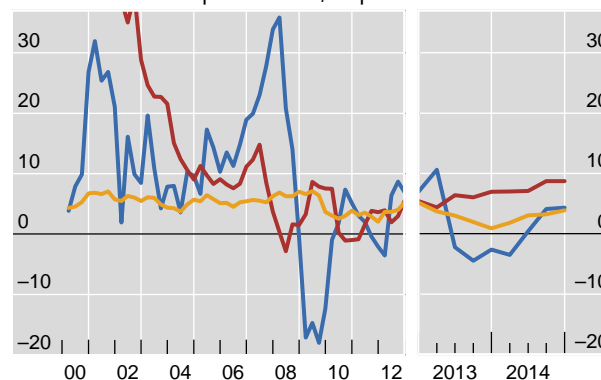
Credito in dollari, in migliaia di miliardi di dollari USA



Crescita sull'anno precedente, in percentuale

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

Crescita sull'anno precedente, in percentuale



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

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

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

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

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

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

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

## Gli effetti di propagazione internazionale

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

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

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

Tabella V.C

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

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

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

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

## Effetti di valutazione dell'apprezzamento del dollaro

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

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

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

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

Tabella V.D

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

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

Fonte: Bank of Korea.

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

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

## Consolidamento della posizione sull'estero degli Stati Uniti

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

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

In miliardi di dollari a fine 2012

Tabella V.E

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

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

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

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

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

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

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