



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 2018 – 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 14 dicembre 2018.

Claudio Borio

Non è stato il primo e non sarà l'ultimo. È stato semplicemente un nuovo ostacolo nello stretto cammino verso la normalizzazione della politica monetaria.

A partire da ottobre, i mercati finanziari sono entrati in una fase di turbolenze. Questa volta sono stati i mercati statunitensi a essere particolarmente colpiti – proprio quei mercati che avevano agito da forza motrice nel trimestre precedente sebbene quelli di altre economie avanzate esitassero e quelli delle economie emergenti (EME) si fossero arrestati. E dopo una fase più calma, benché fragile, a inizio dicembre sono riprese le turbative.

Gli scossoni verificatisi in ottobre presentavano tutti i tratti distintivi di un improvviso aggiustamento dei rendimenti obbligazionari (“snapback”), benché relativamente moderato. In un contesto caratterizzato, come spesso succede in questi casi, da un picco della volatilità, i corsi azionari hanno perso tutti i guadagni accumulati dall'inizio dell'anno, con la decompressione dei premi a termine e l'aumento dei tassi di interesse nominali e reali. Il rendimento dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti a dieci anni è salito e si è mantenuto sempre al di sopra della barriera psicologica del 3%. Gli spread societari si sono ampliati, in particolare nel segmento ad alto rendimento.

Gli scossoni di inizio dicembre, invece, presentavano piuttosto i segni di una fuga verso titoli sicuri. I corsi azionari sono crollati nuovamente negli Stati Uniti e a livello mondiale, ma questa volta i rendimenti obbligazionari sono scesi, posizionandosi di nuovo a livelli inferiori al 3%. Nel frattempo gli spread creditizi hanno continuato ad allargarsi.

Due fattori sembrano aver determinato l'aggiustamento dei prezzi dei mercati finanziari: i segnali contrastanti provenienti dall'economia, malgrado gli annunci positivi relativi agli utili, e i cambiamenti nella percezione dell'orientamento della Federal Reserve. Fino ad allora, gli investitori si erano preparati per un inasprimento graduale, benché persistente, della politica monetaria. Tuttavia all'inizio di dicembre hanno rivisto al ribasso le loro aspettative, in parte a seguito delle dichiarazioni ufficiali, e i loro timori riguardo alle prospettive di crescita sono aumentati, rafforzandosi ulteriormente con l'appiattimento e l'inversione nel segmento a breve della curva dei rendimenti, spesso considerati come un [segnale di una recessione imminente](#). È importante sottolineare inoltre il ruolo degli andamenti delle preoccupazioni suscitate dalle tensioni commerciali e dalle incertezze politiche durante tutto il periodo in esame. L'incertezza riguardo al processo di normalizzazione della politica monetaria senza precedenti rende sicuramente i mercati più sensibili a tali sviluppi.

Le incertezze politiche hanno pesato particolarmente sui mercati finanziari europei. I timori riguardo a una difficile risoluzione della Brexit hanno scosso i mercati del Regno Unito e la sterlina ne ha subito i contraccolpi. Nell'area dell'euro, la fonte delle tensioni è stata, ancora una volta, il peggioramento delle prospettive, già fragili, delle condizioni di bilancio dell'Italia,



in seguito al braccio di ferro tra la Commissione europea e il governo nazionale relativamente alla proposta di bilancio di quest'ultimo. Certo, le tensioni di mercato non hanno raggiunto gli stessi livelli di maggio. Tuttavia gli spread dei credit default swap hanno evidenziato un acuirsi del rischio di ridenominazione e vi sono stati segnali, benché contenuti, di un contagio ad altri mercati sovrani della periferia dell'area dell'euro. Solo al termine del periodo in esame sono apparsi alcuni segnali distensivi sui mercati, ma la situazione è rimasta fragile.

Gli eventi hanno evidenziato, ancora una volta, la relativa debolezza del sistema bancario europeo. Le quotazioni bancarie europee si sono contratte maggiormente di quelle di altre economie avanzate. Verosimilmente, gli investitori sono rimasti dubbiosi riguardo al settore, che stenta a migliorare la sua debole redditività, che in alcuni casi è ancora gravato da prestiti in sofferenza e che è fortemente esposto agli sviluppi sul mercato del debito pubblico. I rapporti prezzo/valore contabile continuano a situarsi ben al di sotto dell'unità e i rating creditizi stand-alone, da cui sono escluse le aspettative riguardo al sostegno del governo in periodi di tensione, sono di fatto diminuiti dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF).

Può forse apparire sorprendente che, sebbene le turbolenze abbiano toccato anche i mercati finanziari statunitensi, quelli delle EME siano riusciti a reggere. È vero che il crollo dei mercati azionari è stato mondiale. E il mercato azionario cinese ha dimostrato di essere particolarmente fragile, a causa di [fattori istituzionali](#) specifici e, più generalmente, delle delicate azioni che le autorità hanno dovuto intraprendere per cercare di ridurre la leva finanziaria e sostenere al contempo la crescita – una sfida senza precedenti. Analogamente, il deprezzamento del renminbi ha avuto ripercussioni su altre EME. Nonostante questo, gli spread creditizi sovrani e societari non si sono ampliati, le valute non sono crollate e i deflussi di portafoglio non sono aumentati – di fatto, malgrado l'azione generalmente avversa dei prezzi, i fondi di investimenti in azioni hanno registrato afflussi di capitale.

Alla base di questi risultati, relativamente positivi, vi sono diverse possibili ragioni. Non c'è dubbio che gli sforzi compiuti generalmente dalle EME per migliorare i loro assetti macroeconomici e finanziari siano stati ricompensati. È possibile che il calo dei prezzi del petrolio abbia sollevato in parte i paesi importatori. Più probabilmente, i mercati erano già stati profondamente scossi nel trimestre precedente e quindi gli aggiustamenti erano in gran parte già avvenuti. In prospettiva, tuttavia, con l'avanzamento del processo di normalizzazione, le EME si troveranno di fronte a nuove sfide.

Nonostante l'inasprimento verificatosi nel periodo in esame, da una prospettiva di più lungo termine le condizioni finanziarie negli Stati Uniti sono ancora relativamente accomodanti, anche [considerando il crollo del mercato azionario](#) – di fatto le valutazioni sono rimaste alquanto elevate. Nonostante l'aumento costante degli spread creditizi, è nel mercato dei prestiti leveraged, che continua a essere sopravvalutato, che le condizioni finanziarie risultano più allentate. E l'alta percentuale del debito societario con rating BBB, appena al di sopra del livello "spazzatura", aleggia come una nuvola minacciosa sugli investitori. Qualora si verificasse un declassamento di questi titoli, in seguito a un eventuale indebolimento dell'economia, il mercato, che è già abbastanza illiquido, subirà gravi pressioni e, di conseguenza, le ripercussioni saranno maggiori.

È necessario seguire con attenzione queste e altre vulnerabilità finanziarie. Non solo perché, qualora a un certo punto l'inflazione dovesse aumentare più del previsto, esse indebolirebbero ulteriormente un'economia già affaticata dall'incremento dei tassi ufficiali, ma anche perché, come mostra il passato, anche se l'inflazione non dovesse crescere, potremmo entrare in una fase di recessione. Di fatto, dall'inizio degli anni ottanta le fasi di contrazione sono state [innescate](#) più spesso da fasi di espansione finanziaria finite male che dall'inasprimento della politica monetaria volto a sedare le impennate dell'inflazione.



Cosa significa tutto ciò per le prospettive future? Significa che le tensioni di mercato registrate in questo trimestre non sono state un evento isolato. Come già osservato in precedenti occasioni, esse non sono altro che un'ulteriore tappa di un percorso iniziato diversi anni fa. Considerate le condizioni iniziali senza precedenti – tassi di interesse straordinariamente bassi, bilanci delle banche centrali sovradilatati e un elevato indebitamento, sia privato sia pubblico, a livello mondiale – la normalizzazione della politica monetaria non poteva che essere complessa, specie alla luce delle tensioni commerciali e dell'incertezza politica. Con ogni probabilità, le difficoltà di questi ultimi mesi rappresentano semplicemente uno degli ostacoli di una più lunga serie.



Hyun Song Shin

L'edizione di dicembre della Rassegna trimestrale BRI presenta tre studi che utilizzano le statistiche bancarie BRI per permettere una migliore comprensione dei flussi finanziari mondiali.

In “Geografia della raccolta in dollari delle banche non statunitensi” **Iñaki Aldasoro** e **Torsten Ehlers** esaminano l'andamento in termini geografici della provvista in dollari USA delle banche non statunitensi, ovvero delle banche con sede legale al di fuori degli Stati Uniti. Considerato il ruolo cruciale del dollaro in quanto valuta che sostiene il sistema bancario mondiale, l'osservazione degli spostamenti dell'andamento dei finanziamenti in dollari può fornire informazioni sulle oscillazioni delle condizioni finanziarie e sulla loro vulnerabilità a un capovolgimento del clima di mercato. Quali sono stati i cambiamenti della tendenza della provvista in dollari dalla GCF in avanti?

In termini aggregati, le passività in dollari USA delle banche non statunitensi sono ritornate ai livelli pre-GCF, raggiungendo \$12 800 miliardi a fine giugno 2018. Tuttavia l'andamento della raccolta in dollari ha registrato marcati spostamenti. Prima della GCF, le banche non statunitensi (principalmente quelle europee) utilizzavano le loro succursali e affiliate negli Stati Uniti per contrarre prestiti in dollari destinati al finanziamento dei loro acquisti di mortgage-backed securities. La rapida crescita di queste operazioni è stata accompagnata dall'accumulo di rischi complessivi prima della crisi. Dalla crisi in avanti, le banche non statunitensi si sono affidate meno alle loro affiliate negli Stati Uniti. È aumentata invece la quota di dollari raccolti nella loro giurisdizione di origine, spesso forniti transfrontalieramente da residenti degli Stati Uniti.

In “Il rafforzamento della presenza delle banche delle EME nel sistema bancario internazionale” **Eugenio Cerutti**, **Catherine Koch** e **Swapan-Kumar Pradhan** utilizzano le statistiche bancarie BRI per esaminare il ruolo crescente delle banche delle EME a livello internazionale. Le EME sono state il motore della crescita mondiale negli anni post-GCF ma recentemente le loro prospettive sono diventate più incerte, minacciate dal rafforzamento del dollaro, dalla normalizzazione della politica monetaria nelle economie avanzate e da questioni specifiche delle loro economie. Gli autori di questo articolo sottolineano il ruolo crescente delle banche delle EME come fonte di provvista, in particolare per quanto riguarda la loro attività creditizia transfrontaliera a prenditori di altre economie emergenti. A fine 2018 gli impieghi transfrontalieri delle banche con sede legale nelle EME erano pari a \$3 700 miliardi, di cui \$1 400 miliardi erano stati destinati a prenditori delle EME. Per quanto riguarda l'andamento dei finanziamenti, le banche delle EME tendono a concedere prestiti tramite le affiliate estere piuttosto che direttamente dalle sedi legali.

In “La crisi del 2008: transpacifico o transatlantico?” **Robert McCauley** utilizza le statistiche bancarie BRI per riprendere il dibattito sulla natura dei flussi finanziari prima della GCF e il loro ruolo nella formazione di vulnerabilità. Un aspetto che all'epoca aveva attirato l'attenzione degli osservatori era stato il consistente afflusso di capitali negli Stati Uniti, che andava di pari passo con il persistere di eccedenze correnti nette di alcuni paesi asiatici e paesi esportatori di petrolio – il cosiddetto “global savings glut”. Il problema era che l'eccesso di risparmio alimentava gli acquisti di attività sicure degli Stati Uniti e manteneva quindi le condizioni finanziarie allentate tramite rendimenti bassi dei titoli sicuri. Questo articolo indica invece una causa diversa alla base del protrarsi di condizioni finanziarie accomodanti: gli afflussi di fondi da parte delle banche europee nel mercato dei titoli garantiti da ipoteche degli Stati Uniti – il cosiddetto “banking glut”. Le banche con sede legale in Europa hanno utilizzato le provviste in dollari, raccolte in parte negli Stati Uniti, come illustrato nell'articolo summenzionato di Aldasoro e Ehlers, per accumulare attività ipotecarie.



In “I rischi di compensazione nei mercati dei derivati OTC: il legame tra le controparti centrali e il settore bancario”, **Umar Faruqui, Wenqian Huang e Előd Takáts** esaminano uno dei principali risultati conseguiti dalle riforme regolamentari post-GCF, ovvero il maggior ricorso alla compensazione accentrata delle operazioni in derivati tramite le controparti centrali (CCP), in opposizione alla pratica pre-GCF di ricorrere a una rete dispersa di operazioni bilaterali in derivati negoziati fuori borsa (OTC). Queste evoluzioni positive sono state rese possibili dalle riforme del settore ufficiale volte a garantire che i principali contratti derivati siano compensati centralmente e che le banche gestiscano in modo adeguato i rischi relativi alle negoziazioni e all'uso dei derivati. Questo articolo propone un quadro concettuale per capire in che modo i rischi delle banche e delle CCP possano essere considerati congiuntamente, tenendo in considerazione le possibili interazioni tra di esse. La compensazione accentrata ha ridotto i rischi per il sistema finanziario nel suo complesso ma, se le banche e le CCP dovessero trovarsi a interagire in modi che potrebbero provocare un disimpegno più indiscriminato dal rischio nei periodi di tensione, queste interazioni potrebbero generare effetti di retroazione. E in alcuni casi questi effetti potrebbero amplificare le tensioni. La lezione da trarre è che la valutazione del legame tra le banche e le CCP dovrebbe tenere conto degli incentivi dei partecipanti al sistema e considerare il settore bancario e le CCP in modo congiunto.

In “Il ciclo finanziario e il rischio di recessione”, **Claudio Borio, Mathias Drehmann e Dora Xia** esaminano la natura mutevole delle recessioni e mettono a confronto la performance relativa dei cicli finanziari e del differenziale a termine – una variabile comune – come indicatori di allerta precoce delle fasi discendenti del ciclo. I cicli finanziari tendono a operare in un orizzonte temporale più lungo rispetto ai cicli economici convenzionali e riflettono le interazioni tra il valore delle attività, le percezioni di rischio e i vincoli di finanziamento nell'economia. Gli autori documentano il modo in cui, dall'inizio degli anni ottanta, le fasi di contrazione economica siano state generalmente precedute da fasi di espansione piuttosto che da un forte inasprimento della politica monetaria volto a domare l'inflazione. In linea con questi elementi e basandosi su un ampio campione di economie avanzate ed emergenti, gli autori mostrano che gli indicatori dello stato del ciclo finanziario sono più efficaci per la segnalazione dei rischi di recessione rispetto all'appiattimento della curva dei rendimenti.