



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

Rassegna trimestrale BRI, marzo 2019 – 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, lunedì 4 marzo 2019.

Claudio Borio

È stato un racconto in due atti.

Il periodo in esame è iniziato esattamente come si era concluso quello precedente. Nella seconda metà di dicembre, si è protratta la fase di avversione al rischio. Partendo dai mercati statunitensi, i corsi azionari hanno continuato a contrarsi a livello mondiale, gli spread creditizi ad ampliarsi, i rendimenti dei titoli di Stato a calare, i premi a termine a ridursi e le aspettative di inflazione implicita desunte dai mercati a scendere. I volumi nei mercati dei prestiti leveraged e le emissioni di obbligazioni ad alto rendimento sono scemati e i ritiri dai fondi comuni hanno intensificato l'ampliamento degli spread societari (cfr. anche il [Riquadro](#)).

Sullo sfondo, le inquietudini relative a un rallentamento dell'economia mondiale continuavano a gravare sul clima di mercato. E in modo alquanto sorprendente forse, i mercati si sono concentrati sull'assai prevedibile passiva riduzione del bilancio della Federal Reserve. Ci si aspettava che il processo sarebbe stato lineare ma le cose sono andate molto diversamente. Quando il 19 dicembre la banca centrale statunitense ha accennato alla possibilità di rallentare il ritmo del suo molto graduale inasprimento tramite il tasso ufficiale, gli operatori di mercato hanno debitamente rivisto le loro aspettative relative all'evoluzione del tasso. Ciò nondimeno, hanno mostrato una certa delusione rispetto al fatto che la Fed non avesse suggerito un'interpretazione più flessibile della riduzione del bilancio. Di conseguenza, il calo dei prezzi delle attività si è accelerato.

A partire da gennaio, i mercati si sono ripresi e hanno recuperato le perdite subite da inizio dicembre. Spinti da un certo miglioramento delle prospettive economiche, si sono ancora una volta riorientati in base agli annunci delle banche centrali. Il 4 gennaio i mercati finanziari hanno salutato favorevolmente le dichiarazioni del Presidente della Federal Reserve secondo cui non solo le misure relative al tasso di riferimento ma anche quelle sul bilancio potevano reagire in modo flessibile all'indebolimento dell'economia. Gli operatori di mercato sono stati ulteriormente rassicurati dalle indicazioni della BCE e della Bank of Japan riguardo a un accomodamento e alla volontà di adattare il loro orientamento sulla base dell'evoluzione delle circostanze. Mentre i prezzi delle attività rischiose salivano, i rendimenti obbligazionari hanno registrato un'ulteriore flessione (il bund tedesco ha raggiunto minimi non osservati da molto tempo).

In mezzo a tutto questo, proprio come nel precedente trimestre, le economie emergenti (EME) hanno mostrato una buona tenuta, malgrado il rallentamento della Cina, che ha indotto ancora una volta un allentamento della politica monetaria e di bilancio. Più che l'incertezza e il concretizzarsi delle tensioni commerciali, verosimilmente sono stati gli ostacoli alla necessaria riduzione della leva finanziaria dell'economia cinese a gravare sull'attività. Le condizioni della Cina sono sembrate incidere più sugli andamenti economici delle economie avanzate (EA), in particolare dell'area dell'euro, che su quelli delle EME. Oltre agli sforzi compiuti dalle EME per



rafforzare le loro economie e i loro sistemi finanziari, l'inerzia del dollaro USA ha fornito un sostegno salutare. E quando le politiche monetarie delle economie avanzate sono diventate più accomodanti del previsto, la fase di propensione al rischio ha stimolato gli afflussi di capitale verso le classi di attività delle EME, facendone aumentare i prezzi.

Gli andamenti nel periodo in esame hanno evidenziato due aspetti duraturi del panorama economico e finanziario. Il primo, rimasto sullo sfondo e poco visibile se non agli specialisti, è la trasformazione radicale del funzionamento quotidiano dei mercati finanziari dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF). Il secondo, che è invece in primo piano e oggetto dell'attenzione generale, riguarda la stretta interazione tra le banche centrali e i mercati.

Dalla GCF, i prezzi dei mercati hanno avuto degli andamenti che, in base agli standard pre-crisi, sarebbero considerati come delle "anomalie". Tra di essi, le apparenti violazioni della parità coperta dei tassi di interesse, come mostrato dall'evoluzione della [cross-currency basis](#); il mercato intensificarsi degli incrementi dei tassi di interesse e degli spread a fine trimestre e a fine anno (cfr. [Riquadro](#)); e i tassi non garantiti per le transazioni overnight nel settore privato che oscillano su livelli inferiori a quelli dei tassi privi di rischio sulle operazioni di deposito delle banche centrali. Più in generale, è aumentata in modo significativo [la dispersione dei tassi di interesse del mercato monetario](#).

A prima vista, queste cosiddette anomalie potrebbero sembrare una fonte di preoccupazione. Dopotutto, non indicano una minore liquidità di mercato giornaliera e non rendono i mercati più vulnerabili a improvvisi movimenti di prezzi? In una certa misura, sì. Tuttavia, le impennate riflettono principalmente il fatto che le istituzioni finanziarie arretrano e operano ridimensionamenti dei bilanci in prossimità delle date di segnalazione: sebbene ciò indichi operazioni di "[windowdressing](#)" non gradite, le oscillazioni di prezzo hanno una natura puramente tecnica.

Soprattutto, queste apparenti anomalie riflettono una maggiore presa di coscienza da parte delle istituzioni, in parte legata alla regolamentazione, dei rischi legati all'uso dei bilanci. Le istituzioni finanziarie non trattano più i loro bilanci come una risorsa gratuita. Riconoscono che il bilancio ha un prezzo e che non può essere gonfiato con la stessa noncuranza avuta in passato. Questa evoluzione è salutare. Significa che l'aggressiva assunzione di rischio e l'eccessiva espansione che tende a precedere l'improvviso prosciugarsi di liquidità, pur essendo un pericolo permanente, sono in qualche modo meno probabili o perlomeno meno intense di quanto lo sarebbero altrimenti. E significa che, quando la liquidità di mercato si trova a essere sotto pressione, le istituzioni finanziarie dovrebbero riuscire ad assorbire il colpo più facilmente.

Soffermandoci ora sul secondo nuovo aspetto del panorama economico e finanziario, le oscillazioni dei prezzi delle attività nel periodo in esame hanno evidenziato ancora una volta la relazione straordinariamente stretta tra le banche centrali e i mercati finanziari. I mercati finanziari analizzano ogni parola e azione delle banche centrali, reagendo ad esse con alti e bassi, e cercando perenne conforto. Le banche centrali, a loro volta, esaminano i mercati finanziari per capire meglio cosa riserva il futuro per l'economia, in quanto i mercati riflettono e allo stesso influenzano l'attività – un compito complesso e delicato. Assieme ai dati oggettivi, questa interazione contribuisce a spiegare la pazienza di cui ha fatto recentemente prova la Federal Reserve nel processo di normalizzazione. Dato che le banche centrali e i mercati finanziari camminano insieme, come se fossero stretti in un abbraccio, è a volte difficile individuare i loro separati percorsi.

Comunque sia, il messaggio trasmesso dagli andamenti degli ultimi due mesi è semplice. Il processo molto prevedibile e graduale di inasprimento monetario è stato messo in pausa ed è ora meno pronosticabile: vi sono stati pochi segnali del riacutizzarsi dell'inflazione nelle EA, le prospettive per l'attività economica si sono fatte più incerte e i mercati finanziari sono risultati



particolarmente irrequieti. Lo stretto cammino verso la normalizzazione si sta rivelando alquanto tortuoso.

Hyun Song Shin

Il LIBOR, o per esteso il London interbank offered rate, è un tasso di interesse in passato molto utilizzato ma rimasto lontano dai riflettori, in un settore poco prestigioso del mercato monetario. Con la crisi finanziaria e lo scandalo della manipolazione del LIBOR, le cose sono cambiate e questo tasso è stato catapultato sulle prime pagine dei media. Da allora, sforzi importanti vengono compiuti per trovare un successore al LIBOR che possa servire da benchmark affidabile basato sulle effettive transazioni del mercato, e che allo stesso tempo permetta agli operatori di coprire i rischi su migliaia di miliardi di dollari di contratti finanziari.

In **“Oltre il LIBOR: introduzione ai nuovi tassi di riferimento”**, **Andreas Schrimpf** e **Vladyslav Sushko** descrivono la situazione attuale e le sfide di natura teorica e pratica inerenti al superamento del LIBOR.

Alla base, le criticità derivano dal fatto che un tasso di riferimento deve soddisfare diversi criteri che a volte possono spingere verso direzioni opposte. Primo fra tutti, l'obbligo di non essere soggetto a manipolazione – ovvero essere basato su transazioni effettive in mercati liquidi. I tassi overnight privi di rischio (overnight risk-free rate (RFR)), che siano riferiti a operazioni coperte da garanzia o meno, rispondono in modo adeguato a questo requisito. Tuttavia, per le banche e per altri intermediari che raccolgono fondi a fini di erogazione di credito, coprire i costi di indebitamento è fondamentale per la gestione del rischio. Brusche impennate dei tassi passivi a breve termine potrebbero far mancare loro il terreno sotto i piedi in episodi di inasprimento delle condizioni finanziarie, ridurre i loro margini e mettere tutto il sistema sotto pressione. Gli istituti bancari potrebbero essere esposti al rischio di base in periodi in cui i costi marginali di provvista divergono dai tassi di interesse ricavati dalle attività che hanno come tasso di riferimento i nuovi RFR, andando incontro a una riduzione dei margini. A fini di copertura, il tasso benchmark dovrebbe quindi, idealmente, riflettere il costo al quale gli intermediari possono raccogliere i fondi nei mercati monetari a termine al margine. C'è anche la questione di come i benchmark per i tassi di interesse di medio e lungo termine possano essere elaborati a partire da quelli dei tassi overnight.

Le autorità hanno identificato alcuni RFR che possono fungere da tassi di riferimento overnight solidi e affidabili. Si prevede che i mercati a pronti e derivati migrino verso i nuovi RFR. Tuttavia i mercati potrebbero continuare ad avere bisogno di un insieme di benchmark che offra una migliore corrispondenza ai costi di provvista degli intermediari. A tal fine, potrebbe essere necessario un approccio pragmatico e su misura. Per esempio, agli RFR si potrebbero affiancare benchmark sensibili al credito, come già è stato fatto in alcune giurisdizioni. È possibile che alla fine si avrà la coesistenza di diversi tassi di riferimento. Una cassetta degli attrezzi ben fornita potrebbe essere più adatta per il sistema finanziario rispetto a un coltellino svizzero.

Quest'edizione della Rassegna trimestrale BRI presenta inoltre un'importante iniziativa condotta ai fini della valutazione dell'impatto delle riforme finanziarie e regolamentari. In **“Impatto delle regolamentazioni finanziarie: spunti da un archivio online di studi”**, di **Frederic Boissay, Carlos Cantú, Stijn Claessens e Alan Villegas**, gli autori introducono **FRAME** (Financial Regulation Assessment: Meta Exercise), un archivio interattivo online delle stime dell'impatto delle regolamentazioni gestito dalla BRI. Lo scopo è tenere traccia, organizzare, standardizzare e diffondere i più recenti studi. Attualmente FRAME raccoglie 83 studi e 139 stime dell'impatto quantitativo provenienti da 15 paesi e regioni. Elabora una classificazione in base a 18 criteri, come la specificità dei paesi, le dimensioni delle banche e il periodo campione. L'archivio utilizza le misure afferenti il bilancio di alcune banche e dei loro



effetti su più di 10 variabili. I coefficienti attualmente presi in considerazione si riferiscono agli standard patrimoniali e di liquidità del Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria che si basano sul bilancio.

Un confronto tra gli effetti dei diversi coefficienti regolamentari in periodi normali e di crisi suggerisce che il Net Stable Funding Ratio ha un influsso anticiclico più forte sul credito bancario rispetto al patrimonio o alla liquidità delle banche. Gli autori documentano una notevole eterogeneità tra le stime degli impatti quantitativi, in particolare riguardo agli effetti del patrimonio (e della relativa regolamentazione) sulla crescita del credito. In media, si riscontra che l'influsso è positivo, ma vi sono differenze significative, in parte a causa dell'integrazione, o meno, degli effetti di equilibrio generale (di secondo impatto).

In **“La soglia zero, le indicazioni prospettiche e il modo in cui i mercati reagiscono alle notizie”** Richhild Moessner e Phurichai Rungcharoenkitkul esaminano il modo in cui le indicazioni prospettiche e il vincolo della soglia zero (zero lower bound (ZLB)) possono influenzare le reazioni dei mercati alle notizie di natura economica e come ciò incida sui prezzi delle attività.

Nei periodi in cui lo ZLB era vincolante, il calo della sensibilità alle notizie economiche dei tassi di interesse a breve scadenza poteva essere imputabile alle variazioni della probabilità del suo raggiungimento. I mercati non hanno reagito in modo altrettanto forte ai nuovi dati perché i tassi non potevano scendere ulteriormente e perché si riteneva che sarebbero stati molto bassi per un certo periodo di tempo. Il ruolo delle indicazioni prospettiche in questo periodo è difficile da valutare. Dopo la normalizzazione della politica monetaria iniziata negli Stati Uniti, che ha ridotto significativamente la probabilità di raggiungere lo ZLB, la reazione dei rendimenti a breve scadenza e dei prezzi di alcune attività rischiose alle notizie è rimasta contenuta. Ciò suggerisce che le indicazioni prospettiche hanno avuto qualche effetto in questa fase – i mercati sono rimasti relativamente insensibili alle notizie, perché le comunicazioni rilasciate dalla Federal Reserve restringevano la gamma di possibilità per i tassi futuri.

Due articoli accompagnano il lettore nell'osservazione della trasformazione della configurazione del sistema finanziario.

In **“Il ricorso al credito bancario estero da parte dei mercati emergenti”**, Bryan Hardy mostra che il ricorso al credito bancario estero da parte dei prestatori dei mercati emergenti è andato calando dalla GCF. La flessione è ascrivibile in parte alla stagnazione del credito bancario estero e all'espansione di quello fornito da banche nazionali e da creditori non bancari. Nel secondo trimestre 2018 la quota del credito ottenuto dai prestatori delle economie emergenti presso banche estere era in media pari al 15–20%, di cui un po' più della metà sotto forma di prestiti in valuta locale concessi da affiliate. Queste affiliate sono, a tutti gli effetti, banche locali e suscitano meno preoccupazioni per la stabilità finanziaria. Ciò nondimeno, la concentrazione dei sistemi bancari creditori esteri è elevata e crescente nelle EME. Una possibile spiegazione è il ritiro di alcune grandi banche europee dalle attività delle EME, dovuto alla riduzione della leva finanziaria e alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Ma vi sono differenze sostanziali tra le economie emergenti e i settori in termini di dipendenza dalle banche estere e di concentrazione dei sistemi bancari esteri creditori.

La configurazione dell'intermediazione finanziaria è stata anch'essa influenzata dalle politiche introdotte dopo la GCF. In **“Analisi dell'impatto del programma di acquisti della BCE sui flussi obbligazionari e di deposito mondiali”**, Stefan Avdjiev, Mary Everett e io stesso ci basiamo su diverse fonti statistiche per osservare le tracce lasciate dalla politica monetaria non convenzionale della BCE sul sistema bancario e i mercati obbligazionari a livello mondiale. Mostriamo che le istituzioni finanziarie non bancarie situate al di fuori dell'area dell'euro sono state attive nella vendita di obbligazioni della regione durante il programma ampliato di acquisti di attività della BCE. Troviamo riscontri che suggeriscono che, forse sorprendentemente,



queste istituzioni hanno trattenuto una parte sostanziale dei proventi delle vendite di obbligazioni come depositi denominati in euro in banche situate al di fuori dell'area. Le banche situate nel Regno Unito e le loro affiliate nell'area dell'euro sono state le principali facilitatrici delle vendite di obbligazioni nel programma di acquisti di attività da parte degli investitori al di fuori dell'area dell'euro, il che mette in luce il ruolo chiave del Regno Unito come porta di entrata al sistema finanziario dell'area dell'euro per gli investitori al di fuori della regione.